
Empresas zombie y crisis mundial

Gustavo Burachik

IIES-UNS

Correo electrónico: gburachik@gmail.com

Zombie companies and global crisis

Empresas zumbi e crise global

Recibido: 26 de junio de 2017

Aceptado: 15 de octubre de 2017

Resumen

En los últimos meses, una serie de estudios empíricos ha revelado la existencia de un amplio sector de empresas altamente endeudadas en los países más avanzados que, no obstante su incapacidad para generar ingresos, se mantienen activas. Se las llama empresas zombie. En este artículo reseñamos las investigaciones académicas y otras fuentes de información con el propósito de explicar y cuantificar el fenómeno. La supervivencia “forzada” de compañías capitalistas no resultó del funcionamiento económico “normal” del sistema, ha sido un producto directo de una política estatal concebida, precisamente, para poner un límite a la crisis. Ahora bien, ¿es posible moderar mediante la acción del Estado el proceso de destrucción de capital sin terminar afectando negativamente el funcionamiento del organismo capitalista? La cuestión de las empresas *zombie* ofrece un terreno adecuado para contemplar las contradicciones y los límites de esta política.

Palabras clave: crisis económica, ciclos económicos, políticas anticíclicas.
JEL: E32 (fluctuaciones y ciclos económicos), E52 (política monetaria; objetivos, instrumentos y efectos), E65 (estudios de episodios concretos de política económica).

Abstract

A series of empirical studies in the advanced countries have recently revealed the existence of significant a fringe of highly indebted companies that, despite their inability to generate income, remain active. They are called zombie companies. In this article we outline academic research and other sources of information with the purpose of explaining and quantifying the phenomenon. "Forced" survival of capitalist companies did not result from "normal" economic functioning of the system; it was instead an outcome of state policy deliberately conceived to temper social and political consequences of the crisis. Is it possible to moderate through state action the capital destruction process without eventually disturbing the functioning of the capitalist organism? The question of zombie companies offers an adequate terrain for discussing the contradictions and limits of this policy.

Keywords: economic crisis, economic cycles, countercyclical policies.

JEL: E32 (business fluctuations; cycles), E52 (monetary policy), E65 (studies of particular policy episodes).

Resumo

Nos últimos meses, uma série de estudos empíricos revelou a existência em um amplo setor de empresas altamente endividados nos países mais avançados, apesar de sua incapacidade para não gerar renda, permanecem ativos. Eles são chamados de empresas zumbi. Neste artigo fazemos uma revisão da pesquisa acadêmica e outras fontes de informação, a fim de explicar e quantificar o fenômeno. "Forçado" sobrevivência das empresas capitalistas não era o sistema operacional "normal" econômica, tem sido um resultado direto de uma política de Estado concebido precisamente para colocar um limite para a crise. Agora, é possível moderar pela ação do Estado no processo de destruição de capital inacabada afectam negativamente o funcionamento do sistema capitalista? A questão das empresas zumbis oferece terreno adequado para ver as contradições e limites desta política.

Palavras chave: crise econômica, ciclos de negócios, políticas anticíclicas.

JEL: E32 (flutuações e ciclos de negócios), E52 (política monetária objectivos, instrumentos e efeitos), E65 (estudos de episódios específicos da política econômica).

Introducción¹

Una serie de estudios empíricos realizados en los últimos meses ha revelado la existencia en las economías desarrolladas de un amplio sector de empresas altamente endeudadas que, no obstante su incapacidad para generar ingresos, se mantienen activas. Aquí nos proponemos estudiar estas empresas *zombie*² en dos niveles.

Primero, como un fenómeno específico de las crisis económicas recientes de los países más avanzados. En el apartado 1, explicamos el problema y los principales conceptos. En el 2, presentamos un análisis de los países afectados señalando en cada caso las causas y la magnitud de la contaminación zombi. En el apartado 3, mostramos sus implicancias económicas.

En segundo término, las EZ son un resultado no deseado de una política estatal concebida para impedir que los enfrentamientos sociales propios de las crisis económicas terminen fisurando radicalmente la dominación social de la burguesía. El análisis de las implicancias económicas de las EZ realizado en el apartado 3 pondrá de manifiesto las contradicciones de esta política, las que serán tratadas en el apartado que le sigue (4). Las conclusiones se sintetizan en el apartado 5.

1. Presentación del problema

El concepto de EZ alude a unidades económicas insolventes, incapaces de generar un flujo de beneficios suficiente para cancelar sus deudas pero que, sin embargo, se mantienen activas de un modo permanente. Este cuadro requiere de la participación de otros dos actores: los bancos, que refinancian sistemáticamente el capital y conceden, en general, algún descuento sobre la carga de intereses; y el Estado, que tolera la distorsión de la contabilidad de los balances bancarios y proporciona fondos a bajo costo para hacer posible la refinanciación.

Lo esencial del concepto de EZ es la combinación anómala y duradera de insolvencia con supervivencia. Y lo que transforma a este Estado singular en un objeto de estudio relevante es la masividad que ha alcanzado y su progresiva extensión a las principales economías del mundo.

El fenómeno de las EZ se ha presentado, en general, como resultado de una combinación particular de circunstancias. La primera es una fase

1 - Se agradecen los siempre valiosos comentarios de Rodrigo Pérez Artica y Francisco Cantamutto.

2 - De aquí en adelante, EZ.

expansiva acompañada por un aumento sustancial del endeudamiento privado que se interrumpe abruptamente y da lugar a un período de recesión, caída de los precios de los activos y aumento de los créditos incobrables. Tanto en EEUU como en la Unión Europea, el aumento de las EZ se inició antes del estallido de la crisis (Davis, De Souza y Hernández, 2017³; McGowan, Andrews y Millot, 2017).

La segunda es la naturaleza de la respuesta de política económica en los casos de Japón, la Unión Europea y los Estados Unidos. La profundidad y la difusión de la crisis provocaron la expectativa de una oleada de quiebras y pérdida potencial de empleo de gran alcance. Los temores sobre las implicancias sociales y políticas de una gran crisis condicionaron la intervención gubernamental y explican su carácter inédito en términos históricos. Al principio, esta respuesta transitó por los carriles acostumbrados en los países avanzados desde la Segunda Guerra Mundial; los bancos centrales comenzaron a reducir la tasa de interés. Ante la falta de reactivación económica, sin embargo, debieron continuar con las reducciones hasta alcanzar el 0% o niveles cercanos. Como el crédito a la inversión y al consumo tampoco reaccionaron a estos niveles inéditos de tasas, los bancos centrales se embarcaron en una serie de experimentos con instrumentos monetarios no convencionales que consistieron, básicamente, en la emisión monetaria para adquirir activos financieros y en el anuncio anticipado de la tasa de interés para todo un período de tiempo (*forward guidance*). La compra de activos procuraba frenar la caída de sus precios y su consiguiente impacto negativo en los balances de sus tenedores (bancos, inversores y empresas), abaratar el costo de financiamiento, aumentar las reservas bancarias y reducir el costo de la deuda pública.

Estas medidas constituían una respuesta de emergencia orientada esencialmente a acotar el daño inmediato mientras se aguardaba una reactivación para absorber mayores pérdidas. Aunque la contracción económica de las economías avanzadas ha sido de corta duración y pese al carácter extraordinario de las medidas adoptadas, en ninguna de ellas la acumulación se ha recuperado fuertemente.

La tercera circunstancia que acompaña a la formación masiva de EZ en los países más avanzados es la predisposición de los bancos a refinanciar los préstamos en problemas. La llamada "indulgencia

3 - Como explicamos más adelante, este trabajo no se propone identificar EZ, pero permite hacer inferencias seguras respecto de su peso y evolución en los EEUU.

bancaria" (IB, *bank forbearance*) es definida como la renegociación o relajamiento de los términos originales de un crédito en respuesta a un incumplimiento efectivo o potencial de las condiciones iniciales (Banco de Inglaterra, 2011). Es un recurso del banco para evitar los procedimientos de ejecución hipotecaria o insolvencia.

La IB puede consistir en la restructuración del préstamo, el *write-down* (disminución del valor del préstamo en el activo⁴), la renuencia a emprender acciones contra el deudor por incumplimiento, la concesión de períodos de gracia o la conversión de la obligación en una en la que el cliente sólo abona los intereses. Esta última ha sido la forma predominante de restructuración de créditos en problemas en los países avanzados. El abaratamiento del fondeo de los bancos como consecuencia de la política económica reduce también el costo en que incurren por resignar ingresos por los activos en problemas.

Los bancos pueden tener dos motivos para realizar estas concesiones. Uno es reducir la incobrabilidad y con ella sus propias pérdidas. Cuando la crisis es sistémica y los precios de los activos se están reduciendo, los bancos no tienen interés en realizar las garantías reales que respaldan a los créditos. La otra razón es que los bancos tienen que mantener una reserva para cubrir pérdidas por sus créditos cuyo monto se ajusta periódicamente en función de las nuevas previsiones sobre cobrabilidad de la cartera. La subestimación del volumen de crédito incobrable reduce el gasto en previsiones que se detrae de los ingresos del banco.

La IB constituye una amenaza sistémica precisamente porque pone de manifiesto la insuficiencia de las reservas bancarias para cubrir eventuales pérdidas. Como la solvencia de los bancos indulgentes expele a depositantes e inversores, las instituciones financieras son renuentes a revelar información veraz sobre el verdadero valor de sus activos. Como si se tratase de un simple espectador, el Banco de Inglaterra afirma que este hecho vuelve imposible una estimación precisa de la solidez de los bancos (Banco de Inglaterra, 2011: 25).

Las EZ constituyen, en suma, aquella parte de los créditos incobrables que los bancos se abstienen de registrar como tales, que mantiene inflados sus activos y que da lugar a una subestimación del impacto real de la crisis sobre las corporaciones deudoras y los intermediarios financieros.

4 - En el caso de incobrabilidad, el *write-off* implica que el activo pierde por completo su valor.

La situación de China se aparta de este esquema (crisis, expansión monetaria e indulgencia bancaria) sólo en aspectos secundarios que quedarán de relieve en la presentación de este caso.

2. Principales casos

En esta sección revisamos los casos mejor documentados; de ningún modo puede considerarse como un conteo exhaustivo del fenómeno de las EZ que han adquirido gran significación, por ejemplo, en Corea del Sur⁵.

a. Japón

El calificativo *zombie* se aplicó por primera vez a las instituciones financieras afectadas por la crisis de las compañías de Ahorro y Préstamos en los EEUU en la segunda mitad de los '80. Sin embargo, la primera aparición masiva de EZ tuvo lugar en Japón, luego de la crisis de 1991/92 que puso fin a un período de expansión, crédito barato y endeudamiento privado. Lo que gatilló la crisis fue la decisión del Banco de Japón de elevar las tasas de interés en 1989 en un tardío intento de desinflar la burbuja inmobiliaria y bursátil. El resultado fue un colapso de los precios de los activos que supuso la desvalorización del capital de las empresas y de los bancos.

El Banco de Japón respondió con una sucesión de disminuciones de la tasa de interés entre 1991 y 1995. Como también la tasa de inflación se redujo muy drásticamente (tendencia a la deflación), la recesión se combinó con un contexto financiero muy adverso para deudores y acreedores bancarios.

Al comienzo de la crisis, los bancos hicieron frente a las pérdidas vinculadas con los créditos al sector inmobiliario vendiendo sus tenencias accionarias en otras empresas. Pero el derrumbe del mercado bursátil puso fin a esta fuente de fondos dejando a los bancos con insuficiente capital para hacer frente a las pérdidas ocasionadas por los préstamos incobrables. En este contexto, a las instituciones financieras les convenía refinanciar los préstamos incobrables para inflar el valor de su activo y evitar una mayor disminución de su ya escaso capital. En paralelo, la tasa de interés se redujo drásticamente (la tasa para empresas de primera línea pasó de 7,5% en 1991 a 1,5% a partir de 1996).

Los organismos oficiales de supervisión, salvo casos excepcionales en que se indujo la quiebra de cooperativas de crédito y bancos,

5 - Cfr. Jung-a (2015), Cho (2015) y Yoo y Lee (2015).

hicieron la vista gorda a la distorsión de los balances (Caballero, Hoshi y Kashyap, 2008).

Finalmente, en 1995, luego de producirse dos eventos de alto impacto (la quiebra de dos importantes cooperativas de crédito), el Banco de Japón comenzó a intervenir fuertemente como prestamista de última instancia; básicamente con una serie de ampliaciones de crédito a los bancos y proporcionando fondos al organismo que asegura los depósitos bancarios. En 1998 se aprobó una nueva legislación orientada al rescate de los bancos (Kuttner, 2014).

Un resultado de esta política fue la conformación de un amplio sector de empresas insolventes y con escasas posibilidades de recuperación, pero que continuaban en actividad gracias a la indulgencia bancaria y de una amplia red de subsidios gubernamentales. Esta política tenía una motivación muy clara; acotar el impacto de la crisis sobre la tasa de desocupación (Hoshi, 2006; Caballero, Hoshi y Kashyap, 2008; Cooley, 2009).

Varios trabajos dan cuenta del carácter generalizado de esta primera generación zombie. En el estudio pionero de Hoshi (2006) que analiza a las compañías japonesas que cotizan en bolsa, se identifica a las EZ como aquellas que están abonando tasas de interés anormalmente bajas por su deuda bancaria.

La investigación mostró que el porcentaje de EZ llegó a fluctuar en torno al 35% de las empresas con cotización bursátil entre 1997 y 2002. En 1991, ese porcentaje representaba sólo 5%.

Previsiblemente, las EZ detectadas presentaban en general baja rentabilidad y elevado endeudamiento, y se encontraban diseminadas en el conjunto de las actividades económicas, aunque con una incidencia relativamente menor en la industria manufacturera.

Caballero, Hoshi y Kashyap (2008) agregaron otro aspecto del fenómeno al calcular que las EZ cotizantes poseían 15% de los activos totales del panel. Antes del salto de los '90, este porcentaje era de sólo 4%.

Los autores confirmaron la amplia extensión del fenómeno *zombie* en los más diversos sectores económicos, pero señalan su mayor peso en aquellas ramas que habían atravesado, en el período previo a la crisis de 1990, por un proceso de fuerte expansión y endeudamiento, como la construcción y el sector inmobiliario.

La política de fondeo estatal a las empresas insolventes se repitió tras la crisis reciente de 2008, como lo sugiere la disminución sistemática

del número de quiebras desde 2009. El gobierno japonés mantuvo el andamiaje existente de medidas de subsidio al capital privado e introdujo nuevas leyes, como la que permitió reestructurar las deudas de las firmas medianas y pequeñas.

En 2009, el gobierno japonés creó dos organismos oficiales (con participación de grupos privados) dedicados al salvataje de empresas, la ETIC y la INCJ. Algunos casos muy notorios de auxilio estatal fueron el de Toshiba (que no da ganancias desde 2013), Sharp (finalmente adquirida por capital taiwanés en 2016), la cadena de comercio minorista Daei, la autopartista Takata y el grupo Mitsubishi (1,4% del PBI de Japón).

b. Europa

Sin que se hubiera superado el problema de la “contaminación *zombie*” en la economía japonesa, la epidemia se propagó a la Unión Europea. El proceso se inició de un modo similar: una fase de relativa expansión asentada en un fuerte aumento del endeudamiento privado que culminó en un colapso de los mercados en 2008. En respuesta al aumento de los créditos en mora e incobrables, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra impulsaron diversos programas de asistencia a los Bancos. Esto propició, a su turno, la llamada indulgencia bancaria, lo que equivale a decir la creación de un amplio segmento de empresas *zombie* europeas.

En los primeros años después de la crisis, varios países europeos se encontraban en una situación dramática. En 2011, casi el 50% de la deuda en Portugal, el 40% en España y el 30% en Italia correspondía a empresas cuyos ingresos eran insuficientes para pagar los vencimientos de capital y sólo bastaban para cubrir una parte de los intereses (Summers, 2013).

Un estudio reciente (McGowan, Andrews y Millot, 2017) rastrea empresas *zombie* en una amplia base de datos de empresas de nueve países europeos y Corea del Sur. Las EZ de cada año fueron definidas como aquellas cuyos ingresos no alcanzaban a cubrir los pagos de intereses durante los últimos tres años, incluyendo el corriente. En el promedio de todos los países, el porcentaje de EZ era cercano al 3% en el primer lustro del período estudiado (2003/2007) y comenzó a elevarse sistemáticamente a partir de este último año hasta alcanzar 5% en 2013. Sólo en uno de los países estudiados había disminuido el porcentaje de EZ entre 2007 y 2013.

Pero la dispersión entre países es enorme (todos los datos siguientes son de 2013); en España el peso de las firmas insolventes era del 10% y

en Bélgica apenas más bajo. En Italia y en España, las EZ daban cuenta de entre 10% y 15% de la fuerza de trabajo ocupada. En Gran Bretaña, Italia y Suecia, cerca del 5% de todas las compañías eran *zombies*. El stock de capital comprometido en EZ superó el 15% en España y Bélgica, y se acercó al 20% en Italia. Los demás países analizados oscilaban entre el 5% y el 10%.

Un hallazgo de gran interés es que el porcentaje de EZ aumenta con el tamaño de las empresas (6% en las más pequeñas y casi 12% en las más grandes) y con la edad (alcanzando casi 12% de las corporaciones con más de 40 años). Esto confirma que los problemas de insolvencia no se vinculan con la debilidad propia de las empresas pequeñas sino con corporaciones de envergadura y firmemente establecidas.

Sobre el caso británico se dispone además de otras fuentes. En este país el porcentaje de EZ no creció en los años 2010/13, pero el fenómeno ha alcanzado un grado de desarrollo crítico. Según la información más actualizada, en 2016, el 8% de las empresas británicas (unas 140.000) son zombie. El pico poscrisis fue del 9% a fines de 2012 (*Association of Business Recovery Professionals*, 2016).

Tal como ocurrió en Japón, el ascenso del segmento *zombie* reflejaba la contención artificial del proceso de quiebras que planteaba la crisis. El Banco de Inglaterra (2010) señaló muy tempranamente que el incremento de las quiebras de empresas en el Reino Unido desde 2009 no guardaba relación ni con la magnitud de la contracción económica ni con la experiencia histórica del país.

Según la *Association of Business Recovery Professionals* (2014), el número de quiebras en el Reino Unido no se elevó, como de costumbre, un año después del estallido de 2008 sino en plena crisis y disminuyó en los años siguientes. El pico mismo de la curva de quiebras fue mucho más bajo que en las crisis anteriores. El máximo nivel de insolvencias en los '80 fue del 1,8% de las empresas en 1986/87 y el de los '90 fue de 2,6% en 1993. En contraste, la crisis de 2008 produjo un pico muy modesto, inferior al 1% en 2010, pese a que la caída fue más aguda que las contracciones que causaron las dos oleadas previas de quiebras (Papworth, 2013).

El Banco Central Europeo también adoptó una política de bajas tasas de interés, con los mismos efectos. Pero incluso la política monetaria "no convencional" fue generadora de EZ. Así ocurrió con las OMT (*Outright Monetary Transaction*) que comenzaron a aplicarse en 2010 y que consistían en la adquisición por el BCE de títulos públicos de los países

en problemas en el mercado secundario para mejorar su cotización y con ello generar ganancias contables a los bancos que los tenían en cartera. Esto debía reducir el riesgo de quiebra de las instituciones financieras y restituir o reforzar su acceso a financiamiento en el mercado de capitales.

Según Acharya *et al.* (2015), esta política amplió la población de EZ sin ningún efecto en términos de ampliación real del crédito. La revalorización de los títulos públicos sólo recapitalizó a algunos bancos. Aquellos que, aún con las OMT, seguían mostrando escasez de capital, se mantuvieron tan reacios a conceder nuevos créditos como antes y emplearon toda la capacidad prestable adicional para refinanciar préstamos ya concedidos a empresas en problemas (EZ), evitando con ello la realización de mayores pérdidas (que empeorarían aún más el balance).

En la investigación citada se observa que los anuncios de OMT produjeron importantes ganancias contables a los bancos de los países más afectados por la crisis (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España), todos ellos con sustanciales tenencias de deuda emitida por sus respectivos gobiernos. Y que el aumento resultante del crédito concedido (a tasas de interés anormalmente bajas) se concentró exclusivamente en clientes existentes, en particular empresas que ya mostraban dificultades de pago.

El estudio ya citado de McGowan, Andrews y Millot (2017) propone la misma hipótesis; el sostenimiento “artificial” relativamente masivo de firmas inviables constituye un legado de la crisis financiera o, mejor dicho, del andamiaje de políticas estatales montado en respuesta a la crisis en los países avanzados.

c. Estados Unidos

Como se mencionó más arriba, la primera utilización de *zombie* como cualidad de ciertas empresas fue en los EEUU en los años '80. Ya en el siglo XXI, se ha afirmado también que las principales líneas aéreas de este país constituyen una colonia *zombie*, en los términos empleados aquí⁶. Se trata, sin embargo, de experiencias acotadas a sectores específicos. La difusión reciente del fenómeno *zombie* en la economía estadounidense se ha presentado de un modo más general y a una escala más elevada.

6 - Estas compañías dan pérdidas (no pueden competir con las llamadas *low cost*), pero son sostenidas por el Estado, los bancos, las compañías de tarjetas de crédito y los fabricantes de aviones. El Estado, además, las mantiene blindadas contra las adquisiciones por parte de empresas extranjeras (Wessel y Carey, 2005).

En el verano boreal de 2007, cuando se manifestaron los problemas de Bear Stearns (EEUU), BNP Paribas (Francia) y Northern Rock (Reino Unido), los fondos, bancos y estudios especializados en restructuración de empresas se frotaban las manos con la perspectiva de una nueva oleada de convocatorias y quiebras, un resultado que consideraban inevitable luego de muchos años de crédito barato, supervisión bancaria permisiva y endeudamiento privado temerario.

Este escenario comenzó a materializarse en el segundo semestre de 2008 cuando tuvieron lugar varias fusiones forzadas por el gobierno, el cierre de instituciones financieras y la quiebra de Lehman Brothers. Y en 2009 pareció consolidarse con la quiebra de General Motors y Chrysler, todo esto en un contexto de congelamiento de las fuentes de financiamiento para empresas y bancos (altamente endeudados).

Pero el proceso de quiebras se detuvo en ese punto. Luego de alcanzar un pico en 2009, el número de quiebras se redujo abruptamente en 2010 y, más aún, en 2011, permaneció en un reducido nivel a partir de allí. Lo que detuvo las quiebras, afirman Dalsass, Doak y Agran (2014), fue la ofensiva de medidas implementadas por la Reserva Federal, el Tesoro, la FDIC y la SEC orientadas a bajar el costo del crédito y hacerlo llegar a las empresas e instituciones con problemas de deuda. Estos programas, muchos de los cuales fueron concebidos como temporarios pero no han podido ser retirados, han inducido o permitido a las empresas sobrellevar y eternizar su elevado endeudamiento, refinanciar su deuda y convertirse en *zombies*.

El estudio de Davis, De Souza y Hernández (2017) ofrece indicaciones sobre el alcance del fenómeno *zombi* en los EE.UU. El trabajo analiza los esquemas de financiamiento de las empresas no financieras de los EEUU entre 1970 y 2014. Los autores agrupan a todas las compañías que cotizan en bolsa (excluye, por lo tanto, micro y pequeñas empresas) en tres categorías según el grado de dependencia de la refinanciación de sus deudas para no entrar en cesación de pagos. Un grupo opera con ingresos que cubren la totalidad de sus vencimientos de deuda. Otro grupo presenta un esquema de "fragilidad financiera" que tiene dos niveles: compañías cuyos ingresos alcanzan para mantener al día los intereses, pero requieren la **refinanciación del principal** para no entrar en cesación de pagos (esquema especulativo); firmas que necesitan **refinanciar tanto capital como intereses** (esquema Ponzi). Los autores están interesados en el estudio de las decisiones de financiamiento

de los empresarios. Nosotros entendemos el peso y evolución del grupo de empresas cuya supervivencia depende de la refinanciación permanente de su deuda (esquemas especulativo y Ponzi) como una indicación de la presencia de EZ.

El estudio muestra que el 75% de las empresas cotizantes necesita refinanciar sus deudas para sobrevivir. Aunque este porcentaje se ha mantenido relativamente estable desde 1970, su composición se modificó; ganó peso el grupo de firmas cuya dependencia es más extrema (Ponzi) en detrimento de las que sólo requieren la refinanciación del capital de sus deudas (especulativas). Así, el porcentaje de empresas Ponzi pasó del 11% en los '70 al 32% en 2014, una proporción similar al de las EZ en Japón a fines de los '90. Este aumento es explicado por el comportamiento de las compañías de menor tamaño (que no deben ser confundidas con empresas pequeñas), entre las cuales las que operan en posición Ponzi pasaron del 21% al 74% a lo largo del período (en detrimento de las que operan en posición especulativa). En 2014, nada menos que el 70% de las empresas cotizantes de menor tamaño percibieron de un modo sistemático ingresos operativos negativos.

En los años '70, el peso de las firmas Ponzi sólo aumentaba en las recesiones (según la clasificación del NBER); en las dos décadas siguientes, creció también en períodos no recesivos.

El estudio observa que la mayoría de estas empresas opera en posición Ponzi desde su fundación. Esta tendencia se fue consolidando a través del tiempo: en el período 1970-1974, menos del 40% de las Ponzi de menor tamaño lo eran desde su inicio, mientras que en el período 2010-2014, este porcentaje fue del 71%. Según los autores, esto confirma la hipótesis de que el peso creciente de las firmas Ponzi refleja el aumento del número de corporaciones que se inician recolectando fondos en la bolsa (oferta pública inicial), pero carecen de un plan de negocios viable (sus ingresos operativos son negativos).

Las corporaciones de mayor tamaño, por su parte, tienen un patrón de dependencia financiera muy estable a lo largo del período, pero también dependen masivamente del acceso al crédito; el 70% son especulativas y el 5% Ponzi⁷. Es notable que sólo el 25% de las grandes corporaciones

7 - Las grandes empresas dependen del refinanciamiento de su deuda de corto plazo (*commercial papers*). Los autores recuerdan que cuando esta fuente de crédito se congeló en 2007, la mayoría de las grandes corporaciones estadounidenses quedó a un corto trecho de la insolvencia. Es por ello que este segmento del mercado de

cubre la totalidad de sus vencimientos de deuda con ingresos operativos.

El estudio confirma, también para los EEUU, la amplia distribución sectorial de las empresas cuya supervivencia depende del crédito.

Se repite en el caso de los EEUU la deformación del proceso de quiebras como resultado de la gestación de EZ. Es cierto que las quiebras se triplicaron entre 2006 y 2009, pero el pico de casos de insolvencia de 2009 fue mucho más bajo que el máximo de 1987 (el nivel más alto desde 1981), pese a que en este último año el PBI norteamericano había aumentado mientras que en 2008 y 2009 se contrajo, en total, cerca de 3%. Más aún, desde 2010 y a pesar de que el endeudamiento corporativo no se revirtió ni la acumulación se reactivó con vigor, la cantidad de quiebras no ha dejado de disminuir hasta descender a niveles muy bajos en términos históricos.

d. China

Con su propagación a China, la población mundial de corporaciones zombie ha experimentado sin duda un salto cuantitativo de magnitud.

Las EZ chinas son también resultado de la combinación de dos elementos. Por un lado, el estallido de la crisis mundial en 2008 y la desaceleración subsiguiente de la tasa de crecimiento, que pasó del 14% a menos del 7% entre 2007 y 2016. Por otro lado, el paquete de salvataje y estímulos basados en un crecimiento aún mayor del endeudamiento (Kajitani, 2017). Finalmente, la caída de la bolsa china entre 2015 y 2016, y la desaceleración del ritmo de la acumulación pusieron al descubierto un panorama de amplia sobrecapacidad en varios sectores industriales (cemento, acero, aluminio, papel, carbón) y de la construcción. Esto transformó en *zombies* a las empresas estatales que operan en estos negocios, firmas insolventes que subsisten gracias a la perpetua refinanciación de sus deudas.

Para el Partido Comunista Chino se trata de un problema político de primer orden; fue debatido en el Congreso realizado a fines de 2016 en el que se anunció el propósito de cerrar o reorganizar a las corporaciones afectadas antes de 2020, en particular las estatales⁸.

Las EE que se encuentran ahora en la insolvencia son establecimientos de grandes dimensiones dedicados a la producción de insumos básicos para la industria y la construcción que operaron

crédito recibió entonces un fuerte apoyo de la Reserva Federal mediante compras directas de una magnitud sin precedentes (Davis, De Souza y Hernández, 2017: 19).
8 - De aquí en adelante, EE.

en su momento como motor del crecimiento de China. Las plantas han quedado obsoletas desde el punto de vista tecnológico y están orientadas a mercados maduros en pleno declive. El peso de las EZ en la economía es comparable al de los países altamente endeudados de Europa. Se afirma que el 12% de las empresas que cotizan en bolsa y el 14% de las EE dan pérdida o dan ganancias inferiores a los vencimientos de intereses (Tomlinson, 2016).

Coincidentemente, un estudio académico realizado en 2016⁹ (lamentablemente sin traducción) calcula que las EZ representan un mínimo del 10% de las empresas cotizantes y que el porcentaje real es probablemente más elevado. El número de EZ aumentó luego de la crisis en 2007-2008. El paquete de estímulos implementado por el gobierno a fines de 2008 (por u\$s 590 billones) lo hizo retroceder, pero sólo por un breve período, ya que luego la cantidad de empresas insolventes volvió a elevarse acompañando la desaceleración del crecimiento.

Según este estudio, que analizó más de 800.000 empresas industriales, el 51% de las acerías, el 45% de los promotores inmobiliarios y el 32% de las empresas de construcción son EZ.

El problema político reside en la gran magnitud del empleo involucrado. A esto se suma el papel gravitante que desempeñan las EE en regiones de menor desarrollo relativo donde suelen constituir la única fuente de empleo. Según la autora citada más arriba, existen 150.000 EE que ocupan a 30 millones de personas y que, por su falta de rentabilidad y endeudamiento, pueden considerarse *zombies*. Las EE absorben cerca de 40% del crédito bancario a empresas.

El gobierno chino pretende una absorción ordenada "para que la reestructuración no alimente la inestabilidad social" (Tomlinson, 2016: 4). A fines de los '90 tuvo lugar una primera purga de EE excedentarias bajo el mandato de Zhu Rongji, que implicó el cierre de 60.000 compañías y 40 millones de despidos. La medición oficial de desocupación se elevó en un punto porcentual de un modo permanente (del 3% al 4%), pero le esperaba al país una década de impresionante expansión a tasas crecientes hasta 2007. La situación actual es muy diferente; la tasa anual de crecimiento se redujo cada año desde 2008 (con una breve pausa entre 2010 y 2011). El ritmo de expansión de 2016 fue la mitad que el de 2007. En la actual coyuntura internacional, una oleada masiva de despidos de las EE no podría ser reabsorbida fluidamente por otros sectores en expansión.

9 - Citado en He Fan (2016).

Las autoridades anunciaron recientemente la creación de un fondo de USD 15 billones para asistir a los despedidos, un monto que He Fan considera insuficiente: “en seis ramas afectadas de sobrecapacidad (acero, carbón, cemento, vidrio, papel y metales no ferrosos) nosotros calculamos que una disminución de 10% de la capacidad actual generará unos 4,3 millones de despidos y el costo de otorgarles un subsidio va a estar entre u\$s 24 y 73 billones” (He Fan, 2016: 5). Esto significa, como mínimo, el doble de lo programado y sólo para cubrir los despidos generados por una moderada disminución de la capacidad en un grupo acotado de sectores.

Los medios económicos y financieros no dejan de señalar las vacilaciones del gobierno chino para abordar el problema. El *Financial Times* (“Zombie companies...”, 28 de febrero de 2017) se ha quejado recientemente de que el drástico aumento de las quiebras observado en China en 2016 afectó sólo a empresas privadas pequeñas y dejó incólume a las grandes EE insolventes. Mientras, según el diario, el gobierno central declama la necesidad de reducir el endeudamiento, el crédito sigue creciendo a tasas muy superiores al PBI y lo mismo pasó hasta 2016 con el financiamiento a través de la emisión de acciones.

A contramano de los anuncios y declamaciones oficiales, el endeudamiento creció entre 2009 y 2015 en todos los segmentos como porcentaje del PBI (East Asia Forum, 2016); la deuda pública pasó del 49% al 57%, la de los hogares del 24% al 40%, la del sistema financiero del 15% al 21% y la de las empresas del 99% al 131% (nivel considerado muy alto con relación a otras economías avanzadas).

He Fan (2016) también cuestiona la idea oficial de permitir a los bancos comerciales cambiar deuda por participación accionaria en las compañías deudoras ya que, por tratarse de empresas que en general obtienen pérdidas y mantienen deudas más allá de los pasivos con los bancos, sólo resultaría en la total contaminación de los bancos.

El *American Foreign Policy Council* (2016), un medio para estatal yanqui, pone de manifiesto las contradicciones del discurso oficial: “Pekín ha fijado objetivos ambiciosos, pero contradictorios: quiere que el crecimiento económico se mantenga al menos en un 6,5% [para lo cual sigue inyectando crédito], mientras se reducen las deudas y la capacidad industrial. También quiere liquidar a las compañías zombies pero no quiere despidos; y quiere dar a los mercados ‘un papel decisivo’ y al mismo tiempo mantener una fuerte intervención del gobierno en la

actividad económica" (*American Foreign Policy Council*, 2016).

En su opinión, "el costo de cerrar o reducir las EZ puede ser más alto de lo esperado. El gobierno vacila en tomar el mal trago del cierre de fábricas y despidos (...) Pero no hay ninguna solución sin dolor. Ahora es el momento de tomar la medicina correcta y asumir el costo antes de que se convierta en intolerable" (*American Foreign Policy Council*, 2016).

Las últimas medidas confirman la continuidad de este *impasse*: "China ha recurrido a una nueva ronda de inversión fija alimentada con crédito para estabilizar su tasa de crecimiento. Esto significa que tendrá que lidiar con activos más tóxicos, deuda, apalancamiento y sobrecapacidad en el mediano plazo" (Roubini, 2017).

3. Efectos de las EZ según la literatura

Primero, el anquilosamiento de EZ en todos los sectores económicos obstruye el desarrollo de las corporaciones solventes con las que compiten porque prolonga el contexto de sobreproducción y la presión deflacionaria¹⁰; traban la recuperación de las ganancias (ponen un piso al salario) y el reinicio de la acumulación.

Según Reynolds, Hagiwara y Taniguchi (2017), esta política consiguió mantener baja la tasa de desempleo en Japón, aunque una proporción considerable de las compañías actualmente activas no tienen ganancias suficientes para cancelar sus deudas ni para pagar impuestos. Tanto Hoshi (2016) como Caballero, Hoshi y Kashyap (2008) observan que la presencia de *zombies* está relacionada con menor creación y mayor destrucción de empleo, y menor inversión de las firmas no *zombies* a nivel de rama. El deterioro de las condiciones de mercado ocasionado por la presencia de EZ puede llegar a ser tan severo como para convertir en zombie a compañías que no lo son.

Respecto a Europa, *The Economist* (2013) afirma que "el salvataje bancario del BCE [se refiere a medidas adoptadas en 2012] terminó transformando una crisis aguda en una crisis crónica". No sólo se trata de que los bancos están sobrecargados de títulos públicos de dudoso valor: gran parte de la deuda privada es incobrable.

Acharya *et al.* (2015) afirman que las EZ en Europa mantienen congestionados los mercados deprimiendo los precios y elevando salarios y que, igual que en Japón, la inversión de las empresas sanas es

10 - Las tasas de inflación en Japón, Europa y EE.UU. son inferiores a las metas de sus respectivos bancos centrales.

más baja en las ramas con mayor presencia *zombie*. Según los autores, este hecho esteriliza en alguna medida el potencial impacto positivo de las OMT. También en el Reino Unido se responsabilizó hace algunos años a las EZ de estar frenando la recuperación postcrisis (Pym, 2012).

En EEUU se atribuye al aumento de las EZ la debilidad de la recuperación poscrisis pese al nivel inédito de las tasas de interés (MacDonald, 2014; Hamtil, 2016). El reciente auge de la producción de *shale oil* en este país, basado en un fuerte aumento del endeudamiento, permite ilustrar la naturaleza del fenómeno.

Según Helman (26 de marzo de 2015), muchas de las empresas altamente endeudadas del sector no eran rentables ni siquiera cuando el barril de petróleo valía USD 100. Sin embargo, las bajas tasas de interés permitieron financiar las inversiones en *shale* con recursos financieros aportados por capitalistas dinerarios ávidos de una renta financiera más elevada. Hacia 2012 en pleno auge del *shale*, las empresas atribuían el flujo de fondos negativo de sus negocios al carácter de largo plazo de la inversión. Pero los años pasaron y las pérdidas no sólo no se convirtieron en ganancias sino que aumentaron. En 2015, los precios eran tan bajos que había dejado de ser rentable la extracción de *shale* para cancelar deudas. Perdieron valor, así, los activos que garantizaban la deuda contraída con los bancos.

En cualquier caso, el endeudamiento ha rebasado con creces el valor de las reservas. En una nota más reciente, el mismo especialista (Helman, 12 de febrero de 2016) analiza la quiebra de *Quicksilver Resources* en marzo de 2015 cuyos activos fueron liquidados por los acreedores en USD 245 millones, sólo una pequeña fracción de su deuda de USD 2,3 billones.

La prensa especializada clama por una liberación del proceso de quiebras; "el apoyo a las compañías de petróleo *zombie* sólo va a lograr una prolongación de la recesión. Es improbable que se inicie un nuevo ciclo de inversión antes que los que ya invirtieron reconozcan pérdidas, cierren operaciones no rentables y permitan una consolidación" (Helman, 26 de marzo de 2015).

Cuando en 2016 se observó un salto en el número de cesaciones de pago por parte de empresas del sector de petróleo y gas parecía que este proceso de purga se estaba iniciando. Sin embargo, según la prensa especializada (Alloway, 2016), sólo se trató de operaciones de restructuración de deudas cuyo propósito es evitar el colapso de las firmas deudoras mientras se aguarda una mejora de los precios

internacionales que restaure la rentabilidad. Es decir, una refinanciación que perpetúa la existencia de las corporaciones insolventes: “los acuerdos pueden aumentar las presiones en el mercado de petróleo manteniendo activos a los perforadores *zombies* por más tiempo del que podrían sugerir los precios del crudo. Ampliar la viabilidad financiera de empresas insolventes, perpetúa la sobreoferta del sector mientras los precios siguen siendo antieconómicos para una franja significativa de los pozos” (Alloway, 2016:).

También en China, por último, se considera que la supervivencia de las EZ constituye un lastre para el proceso de crecimiento (He Fan, 2016).

Es necesario destacar que la sobreproducción de capitales y mercancías a cuya perpetuación contribuyen las EZ no es, pese a las apariencias, un fenómeno acotado a sus respectivos espacios económicos nacionales sino que tiene un alcance internacional. Esto es evidente en el caso chino porque la capacidad sobrante está situada, en general, en sectores ligados al mercado mundial; el exceso de oferta de productos siderúrgicos chinos afecta a los precios y las ganancias de las empresas de ese sector en todo el mundo. Lo mismo ocurre con las *zombies* agrarias, industriales y mineras de Japón, Europa y Estados Unidos que actúan en mercados abiertos a la competencia internacional. Pero es también mundial la sobreproducción de locales comerciales y viviendas la que determina la insolvencia de miles de empresas constructoras y desarrolladoras de Europa, Estados Unidos y China. Simplemente porque aquellos países en los que el mercado inmobiliario ha colapsado y el excedente de inversiones y créditos se ha puesto de manifiesto dejan de actuar como espacios de valorización, estrechándose aún más las oportunidades de aplicación disponibles para el capital sobrante que no encuentra cabida en el proceso de reproducción ampliada.

El segundo efecto no deseado de la persistencia de EZ es su contribución a la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo observado en los últimos años en los países más avanzados.

McGowan, Andrews y Millot (2017) encuentran que este efecto se debe en parte a que las empresas de baja productividad y que no están en condiciones de invertir en nuevas técnicas más productivas (EZ) no son eliminadas del mercado y en parte a que la congestión zombie perpetúa, como se mostró recién, las condiciones de exceso de producción que desincentivan la inversión de las compañías “sanas”.

Según Andrews, Criscuolo y Gal (2016), en la industria manufacturera mundial (analizan una base de datos de empresas de 24 países con información desde el año 2000), sólo el 5% de las empresas más productivas realizan inversiones en nuevas técnicas y aumentan su productividad. El grueso de las compañías (el 95% restante), languidece. Los autores lo atribuyen a la creciente supervivencia de firmas no rentables, sin posibilidades de invertir y de baja productividad.

El tercer efecto perceptible de las EZ es que limitan la posibilidad de los bancos centrales para volver a elevar las tasas de interés. Las tasas excesivamente bajas pueden afectar negativamente la rentabilidad de algunos bancos y en general de las compañías aseguradoras y fondos de pensión, pero, sobre todo, mantienen en alza el endeudamiento temerario en búsqueda de rendimientos, es decir, la apreciación artificial y a la larga insostenible de los activos. En otras palabras, prorrogan a una escala creciente la secuencia de burbujas explosivas. Las notas más recientes de los portales financieros destacan la continuidad de las condiciones monetarias que han contribuido a crear las ya explotadas burbujas de las empresas puntocom y las hipotecas, y que están nutriendo lo que denominan *everything bubble* (burbuja universal), actualmente en grado avanzado de desarrollo (Dillian, 2017). La preservación de las EZ impide elevar las tasas a niveles que desactivarían estos negocios y no permite situarlas en un nivel desde el cual puedan ser recortadas cuando la próxima contracción económica haga necesario un relajamiento de las condiciones crediticias.

4. EZ y gestión estatal de las crisis en el capitalismo

Dado que las crisis capitalistas pasan por la restauración de las ganancias, constituyen un momento de agudización de los antagonismos sociales y plantean un problema social y político a la clase dominante. La resistencia obrera a la reducción de salarios y al desempleo masivo existió siempre, desde las primeras crisis "industriales" británicas en el siglo XIX (Engels, 1974). Ya en aquellos años, con todo, las luchas económicas se combinaban con reclamos políticos como el derecho al sufragio. Toda esta acción obrera y su progresión histórica han motivado la transformación de las formas sociales y políticas de la dominación de la burguesía.

La llamada Gran Depresión de 1873-1896 no sólo estimuló la movilización masiva de la clase obrera industrial: fue el período de

alumbramiento de los partidos obreros de masas en todos los países de Europa y en EEUU, inspirados en su mayor parte en el socialismo revolucionario y en la obra de Marx (Hobsbawm, 2009), y se ha atribuido a este proceso la inviabilidad del régimen de patrón oro (Eichengreen, 1996).

Asimismo, la política económica de los países avanzados después de la Segunda Guerra Mundial se ajustó a un "imperativo categórico", a saber: evitar la repetición de una gran depresión (Okun, 1980: 162). Y "el éxito de esta política debía medirse, no en dólares de PNB real, sino en la propia supervivencia del capitalismo de los Estados Unidos" (Okun, 1980: 168). Como resultado, el Estado y los bancos centrales intervinieron en los períodos de crisis de sobreproducción mediante la inyección de liquidez y crédito para cortar la espiral descendente de deflación y quiebras (Schularick y Taylor, 2009). La instauración del seguro a los depósitos, por su parte, contribuía a evitar que las expectativas de iliquidez bancaria estimularan la corrida. El gasto público jugó también un papel importante en el sostenimiento del empleo en épocas en que la sobreproducción inhibía el gasto de capital privado.

El intento estatal de amordazar el proceso de quiebras como mecanismo de restauración de la tasa de ganancia en períodos de sobreproducción jugó un papel significativo en la contención de la crisis que tuvo lugar en los países capitalistas avanzados entre mediados de los '70 y principios de los '80. La política económica aplicada, según Kliman (2011), evitó que la destrucción de capitales alcanzara la magnitud requerida. Como contrapartida, sin embargo, la tasa de ganancia (que venía cayendo desde el final de la guerra) no se recuperó y el proceso de acumulación se desaceleró respecto de los años de postguerra. A este menor crecimiento respondieron los gobiernos, a su vez, abaratando el crédito y propiciando un aumento sistemático del endeudamiento, cuya insustentabilidad se ha puesto de manifiesto ya en repetidas ocasiones desde los años '80¹¹.

El hecho de que la formación de una franja significativa de EZ termine perpetuando la sobreproducción pone de manifiesto la trascendencia de lo que parece una cuestión meramente cuantitativa en la dinámica

11 - Son muchos los economistas de la burguesía que entienden la crisis de 2008, no como "una crisis más" sino como parte de todo un período de acumulación débil y "forzada" por niveles insostenibles de deuda que comienza en los '80. Ver, por ejemplo, Summers (2013).

de las crisis. La resolución capitalista de la crisis requiere, por un lado, que se destruyan capitales y se desvalorice la fuerza de trabajo. Es imprescindible, por otro lado, que estos procesos alcancen una magnitud mínima, determinada por el alcance de la sobreexpansión y endeudamiento previos. La experiencia reciente de las EZ muestra que un proceso de ajuste “correctamente orientado”, desde el punto de vista del capital, pero de magnitud insuficiente, termina alimentando algunos de los procesos económicos y políticos que se había procurado evitar¹². La dificultad para armonizar estas tendencias contrapuestas ayuda a explicar el *impasse* actual; un ajuste gradual o mesurado (sobre el empleo, el salario, las jubilaciones, el gasto social) que atiende el temor de la burguesía de una rebelión popular resulta cada vez más disfuncional en términos económicos y también políticos: es insuficiente para resolver los problemas de rentabilidad y sobreproducción y a la vez incapaz de evitar el deterioro de su dominación política.

Gran parte de la izquierda se ha limitado a denunciar el carácter de clase de una intervención estatal que suprime conquistas laborales y acude en ayuda de los propietarios del capital. La verdad es que, aún con todo el sacrificio que esta impone a las masas, esta política se está mostrando insuficiente para sacar al capitalismo del marasmo de sobreproducción y sobreendeudamiento en el que se encuentra inmerso. Al puntualizar este último aspecto, la crítica a la “austeridad” capitalista pone también de relieve el agotamiento histórico de este régimen social, un agotamiento que, como se ve, excede largamente la esfera de los fenómenos económicos.

5. Conclusión

La formación de una capa duradera de EZ retrata una de las caras de la etapa actual del modo de producción capitalista: la existencia de sobreproducción en amplios sectores del mercado mundial, la escasez de esferas rentables de inversión, las tendencias depresivas, el carácter potencialmente explosivo de las crisis y los temores de la burguesía a que se expresen sin freno sus consecuencias, etcétera. Se contraponen a este polo, uno integrado por corporaciones cuyas reservas de liquidez

12 - La coyuntura Argentina desde 2011 pone de manifiesto los límites del ajuste “gradualista” para resolver una crisis de rentabilidad, fiscal y del sector externo. El ajuste minimalista termina estimulando la lucha de clases sin al mismo tiempo habilitar una salida sustentable al capital privado.

han batido todos los máximos históricos pero que no encuentran una salida redituable de igual magnitud en proyectos de ampliación de la capacidad productiva.

Presentamos las tres conclusiones a las que nos ha conducido la investigación. Primero, el fenómeno de las EZ disimula la gravedad de la crisis de 2008 medida por la evolución del PBI. Si se tiene en cuenta que el proceso de quiebras es, en una medida considerable, autopropulsado¹³, su potencial destructivo es, sin duda, digno de consideración. Al apreciar conjuntamente los indicadores convencionales, la debilidad de la recuperación posterior y la persistencia de EZ se pone de manifiesto el carácter excepcional de este último estallido en términos de su profundidad y alcance.

En segundo término, el surgimiento de las EZ pone de manifiesto dos límites de la política estatal de amortiguación de la crisis. Por un lado, la insolvencia de las firmas, reprimida mediante la refinanciación a perpetuidad, reaparece como obstáculo a la recuperación de las ganancias de las corporaciones sanas, traba y debilita los estímulos a la acumulación y amenaza con propagar los problemas de rentabilidad desde las primeras a las segundas. Por el otro, aunque se evitan los registros elevados de desocupación en las naciones más avanzadas, no se ha impedido la plena traslación de la crisis económica al plano político, los partidos tradicionales de la burguesía se han debilitado, el escenario político se ha fraccionado y se ha tornado fértil para la aparición de nuevas expresiones de naturaleza variada.

Tercero, la emergencia de una economía *zombie* de magnitud apreciable en todos los países avanzados en los que el Estado ha procurado acotar el proceso de quiebras muestra las limitaciones de los mecanismos de amortiguación empleados desde fines de la Segunda Guerra Mundial e incluso, posiblemente, su agotamiento definitivo.

Por un lado, en un país desarrollado tras otro, las tasas de interés cuya reducción ha sido empleada repetidamente para contener las crisis y estimular la acumulación, ha tropezado con la barrera infranqueable del 0% tras 35 años de sucesivas disminuciones. Llegados a este punto, los gobiernos han comenzado a adquirir títulos financieros con dinero recién emitido y con ello han alimentado una nueva burbuja de mayor magnitud que las dos más recientes (punto com e hipotecas) y más

13 - Por ejemplo, en Gran Bretaña, un tercio de las quiebras de empresas es explicado por el cierre de otras firmas (Banco de Inglaterra, 2010).

diversa en cuanto a las especies financieras involucradas (Dillian, 2017). Este solo hecho alcanza para señalar el carácter excepcional de las últimas crisis en las naciones más avanzadas.

Por el otro, está en crisis la propia idea de la intervención estatal, valga la redundancia, moderadora de las crisis; un producto histórico del desarrollo de la clase obrera como actor económico y político. La censura del proceso de quiebras por temor a la desocupación masiva y a la rebelión popular priva al capital de una depuración de magnitud acorde con la sobreproducción y sobreendeudamiento acumuladas. En ausencia de esta destrucción de capitales, el ritmo de la acumulación se encuentra acotado. Hasta el momento se ha evitado la desocupación masiva, pero el deterioro de la situación económica, la disgregación de las formaciones políticas tradicionales de la burguesía y la inquietud popular en los países avanzados resultan inocultables. Al final, una intervención estatal concebida para contener a las masas no ha impedido que florezcan estas condiciones necesarias de la revolución social.

Referencias bibliográficas

Association of Business Recovery Professionals (2016). *Business Distress Index, Wave 21*, october.

Acharya, V. et al. (2015). "Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy". *16th Jacques Polak Annual Research Conference*, Fondo Monetario Internacional.

Andrews, D., Criscuolo, D. y Gal, P. (2016); "The best versus the rest: the global productivity slowdown, divergence across firms and the role of public policy". *OECD Productivity Working Papers*, Paris, OECD Publishing, n.º 5.

Caballero, R., Hoshi, T. y Kashyap, A. (2008). "Zombie lending and depressed restructuring in Japan". *American Economic Review*, v. 98, n.º 5.

Dalsass, A., Doak, J. y Agran, S. (2014). "Fed Policy Regulations Impact on the Restructuring Industry". *ABI Journal*, junio.

Davis, L., De Souza, J. y Hernández, G. (2017). "An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy". University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, *Working Paper 2017-08*.

Eichengreen, B. (1996). *La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional*. Antonio Bosch editor.

Engels, F. (1974). *La Situación de la clase obrera en Inglaterra*. Buenos Aires: Ediciones Diáspora.

Hoshi, T. (2006). "Economics of the living dead". *The Japanese Economic Review*, v. 57, n.º 1.

Hobsbawm, E. (2009). *La Era del Imperio. 1875-1914*. Buenos Aires: Grupo Editorial Planeta.

Kliman, A. (2011). *The Failure of Capitalist Production. Underlying Causes of the Great Recession*. Pluto Press.

Kuttner, K. (2014). "Monetary Policy during Japan's Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve". En: *Lessons From Decades Lost. Economic Challenges and Opportunities Facing Japan and The United States*. Peterson Institute for International Economics, Briefing N° 14-4.

McGowan M., Andrews D. y Millot V. (2017). "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries". *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1372.

Orun, A. (1980). "Postwar macroeconomic performance". En: Feldstein, M. (ed.) *The American Economy in Transition*, University of Chicago Press.

Papworth, T. (2013). *The Trading Dead. The zombie firms plaguing Britain's economy, and what to do about them*. Adam Smith Institute.

Schularick, M. y Taylor, A. (2009). "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008". *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.º 15512.

Summers, L. (2013). *Discurso ante la XIV Conferencia Anual del FMI en Honor a Stanley Fischer*.

Fuentes hemerográficas

Alloway, T. (13 de septiembre de 2016). "How 'Zombie' Oil Companies Stay Alive in Life-or-Death Debt Markets". *Bloomberg*.

Association of Business Recovery Professionals (2014). "The 'zombie business' phenomenon: an update". *Special Reports*.

American Foreign Policy Council (2016). "Beijing forcing 'zombie firms'". *China Reform Monitor*, n.º 1240. Recuperado de: http://www.afpc.org/publication_listings/viewBulletin/3274

Banco de Inglaterra (2010). *Financial Stability Report*, junio.

Banco de Inglaterra (2011). *Financial Stability Report*, junio.

Cho, K. (16 de diciembre de 2015). "Korea banks prepare for attack on zombies by boosting coco bonds". *Bloomberg*.

Cooley, T. (2 de noviembre de 2009). "Zombie Firms And Zombie Banks". *Forbes*.

Dillian, J. (22 de junio de 2017). "The Everything Bubble". *MauldinEconomics.com*

East Asia Forum (21 de noviembre de 2016). "Zombie firms and China's woes".

Fondo Monetario Internacional (2013). *Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability*.

Hamtil, L. (20 de mayo de 2016). "Did the fed really create a zombie economy". *ValueWalk*.

He Fan (20 de noviembre de 2016). "Dealing with zombie enterprises in China". *Eastasiaforum*.

Helman, Ch. (12 de febrero de 2016). "Zombies oil companies could hit banks with \$20 billion in loan losses". *Forbes*. Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/christopherhelman/2016/02/12/zombie-oil-companies-could-hit-banks-with-20-billion-in-credit-losses>

Helman, Ch. (26 de marzo de 2015). "Stop propping up zombie oil companies". *Forbes*. Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/>

christopherhelman/2015/03/26/stop-propping-up-zombie-oil-companies
Jung-a, S. (24 de noviembre de 2015). "South Korea takes aim at zombie companies". *Financial Times*.

Kajitani, K. (7 de enero de 2017). "China's Zombie Companies and Japan's Lost Two Decades". *The Diplomat*.

MacDonald, E. (30 de octubre de 2014). "Zombie Land, U.S.A.". *FoxBusiness*.

Pym, H. (13 de noviembre de 2012). "'Zombie' companies eating away at economic growth". *BBC News*.

Reynolds, I., Hagiwara, Y. y Taniguchi, T. (12 de marzo de 2017). "Zombie Hordes: Thousands of Japanese Firms Dodging Bankruptcy". *Bloomberg*.

Roubini, N. (5 de junio de 2017). "The Global Recovery's Downside Risks". *Project Syndicate*. Recuperado de: <https://www.project-syndicate.org/commentary/global-economy-downside-risks-by-nouriel-roubini-2017-06?barrier=accessreg>

The Economist (24 de octubre de 2013). "The euro zone. Europe's otgher debt crisis".

Tomlinson, P. (1 de abril de 2016). "China's zombie companies face a slaying". *Accaglobal.com*

Wessel, D. y Carey, S. (19 de septiembre de 2005). "For U.S. airlines, a shakeout runs into heavy turbulence". *The Wall Street Journal*.

Yoo, C. y Lee, J. (15 de septiembre de 2015). "South Korea takes stab at slaying zombie company menace". *Reuters*.

"Zombie companies still threaten China's living" (28 de febrero de 2017). *Financial Times*.