

---

## Una mirada crítica del actual debate sobre estancamiento secular.

---

*Rodrigo Pérez Artica*<sup>1</sup>

A critical review of the current debate about secular stagnation

Uma visão crítica do debate atual sobre a estagnação secular

Recibido: 1 de marzo de 2015

Aceptado: 5 de abril de 2015

### Resumen

La escena actual de exiguo y frágil crecimiento de las economías centrales provocó la reaparición de la hipótesis de estancamiento secular. Un segmento de las explicaciones actuales atribuye esta paralización del nivel de acumulación a la gestación de un exceso de ahorro agregado, pero rehúsa detenerse en la función cumplida por las ganancias retenidas en el seno de las empresas. En este trabajo se ofrece una estimación a nivel de actividad de ese exceso de ahorro empresarial, para 15 países de la OCDE, y se documenta su tendencia ascendente desde 1980. Asimismo, se discuten indicios que permiten postular que ciertas transformaciones de largo plazo experimentadas por la acumulación de capital a nivel mundial (caída de costos laborales, intensificación del comercio y la inversión internacionales, agudización de la competencia, sobrecapacidad, etc) contribuyeron al estancamiento.

**Palabras clave:** estancamiento, ahorro, inversión

**Códigos JEL:** G3, E2

---

1- Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS- Conicet/UNS), rodrigo.perezartica@uns.edu.ar

### **Abstract**

The current stage of meager and fragile growth in the central economies provoked the reappearance of the hypothesis of secular stagnation. A group of theoretical explanations attributes the stagnation to the development of aggregate excess savings, but refuse to dwell on the role played by retained earnings within companies. This paper offers an estimate of the excess savings at the industry level for 15 OECD countries, and documents its upward trend since 1980. In addition, it discusses further evidence that allows to put forward that certain long-term transformations experienced by the accumulation of capital worldwide (falling labor costs, increased international trade and investment, intensification of competition, overcapacity, etc) contributed to stagnation.

**Keywords:** stagnation, savings, investment

### **Resumo**

O cenário atual de crescimento magro e frágil nas economias centrais causou o reaparecimento da hipótese de estagnação secular. Um segmento de explicações correntes atribuiu essa paralisia do nível de acumulação para a gestação de excesso de poupança agregada, mas recusa-se a estudar o papel desempenhado pelos lucros acumulados das empresas. Fizemos uma estimativa do excesso de poupança empresarial, para diferentes indústrias em 15 países da OCDE, e observa-se tendência de aumento desde 1980.

**Palavras-chave:** a estagnação, a poupança, o investimento

### **1- Introducción**

La prensa financiera, así como los círculos académicos del *mainstream* en Economía han revitalizado en los últimos meses un debate acerca de la hipótesis de estancamiento secular. Una discusión similar se había suscitado en esos ámbitos a fines de la década del '30, espoleado por la lenta e inconclusa recuperación de la actividad económica, que había cortado su caída en 1933, para volver a contraerse en 1937 sin haber alcanzado los niveles de empleo de 1929. Acaso como muestra de la obstinación con la que el núcleo ideológico que aglutina a estos intelectuales resiste los embates de la realidad económica, la hipótesis del estancamiento secular penetra en su

agenda esta vez, tras la crisis financiera de 2008, con una demora similar a la que siguió a la Gran Depresión.

Desde luego, existen frondosos antecedentes de una discusión sobre la tendencia al estancamiento en el marco del capitalismo entre autores marxistas y otras corrientes heterodoxas (Shaikh, 2006[1991] brinda un resumen clarificador), e incluso críticas a la formulación de las causas del estancamiento que se ofrece desde el *mainstream*. Pero estas son ignoradas en el debate más reciente. Así, sin resultar una discusión novedosa ni aportar, en general, revelaciones sustanciales sobre la actual anemia del crecimiento económico en los países centrales, la rápida difusión del debate posee la virtud de revelar el grado de aprensión que este cuadro despierta entre economistas y empresarios.

Según Summers (2014a), quien reabrió el debate, éste resulta de una demanda agregada estructuralmente débil, que a su turno se explica por un exceso del ahorro sobre la inversión agregados. A causa de dicho exceso de ahorro, las economías industriales se encontrarían en una configuración de largo plazo que impediría alcanzar, simultáneamente: (i) un nivel de actividad compatible con el pleno empleo y (ii) una situación de estabilidad financiera. En ese marco, un objetivo de este artículo consiste en resaltar un elemento sistemáticamente eludido por estos autores al referirse al exceso de ahorro como principal causa del estancamiento secular: la tendencia a la generación de un exceso de ahorro por sobre la inversión bruta (o ganancias retenidas) específicamente en el ámbito empresarial de los países centrales.

Una vez documentado empíricamente este hecho y su extensión en la generalidad de los sectores de actividad económica entre países centrales, el artículo busca avanzar en la indagación de sus posibles causas. Nuevamente, aquí las preguntas de investigación apuntan a conocer el posible papel causal que han desempeñado factores ignorados en la reciente literatura del estancamiento secular, y que forman parte de las transformaciones experimentadas por la acumulación de capital a nivel mundial desde 1980.

El énfasis de este artículo es puesto, por tanto, en el análisis empírico del exceso de ahorro en el ámbito empresarial y de las relaciones mencionadas. Queda así pendiente para un posterior estudio, una discusión teórica sistemática de las relaciones de causalidad sugeridas. En tal sentido, un aporte singular del trabajo consiste en explotar una fuente muy escasamente utilizada con datos a nivel rama de actividad compilados por la OCDE.

El conjunto de resultados empíricos permite postular como hipótesis que el exceso de ahorro, y con él, la situación corriente de “estancamiento”

a la que se refieren los autores del mainstream constituye un resultado de los procesos con los que el empresariado de los países centrales pretendió dar una salida a la profunda crisis de mediados de los ´70, y del avance de ciertos rasgos regresivos y de crisis propios del desarrollo capitalista desde entonces.

## 2- El debate reciente en torno a la hipótesis de estancamiento secular

### a- Un resumen de las principales explicaciones

La intervención de Lawrence Summers en la conferencia académica del FMI en noviembre de 2013, postulando como hipótesis que la misma se encontraba en una situación de *estancamiento secular* (en adelante, ES), inició un cierto debate sobre el estado actual de las economías en países desarrollados. Según la hipótesis de Summers (2014a, 2014b), en su configuración estructural actual, las economías centrales son incapaces de alcanzar simultáneamente un crecimiento económico "satisfactorio" y condiciones mínimas de estabilidad financiera. Naturalmente, ese diagnóstico se encontraba alentado por el desempeño económico reciente de los países centrales. Aún cuando transcurrieron ya cinco años desde el restablecimiento de un conjunto de indicadores de estabilidad financiera a valores considerados "normales", en el mejor de los casos (cuando no se encuentra en franca caída) el nivel de actividad económica persiste en niveles sensiblemente inferiores a su potencial. En Estados Unidos, por ejemplo, el producto estadounidense se encontraba 10% por debajo del producto potencial previsto en 2007, mantenía la misma tasa de empleo que en 2009, y empleaba a un porcentaje apenas superior de la población masculina entre los 25 y 64 años de edad (que durante la crisis se contrajo fuertemente) que la que empleaba en 2009 (Summers, 2014b). Una situación similar puede observarse en Europa y Japón (Podkaminer, 2015, Lucarelli, 2015).

¿Cuál es la explicación para esta tendencia al estancamiento? Summers (2014a), así como un conjunto de autores que ha comenzado a participar del reciente debate (Krugman, 2014, Koo, 2014, Caballero y Farhi, 2014), entienden que el ES es el resultado de una insuficiencia crónica de demanda agregada. A su turno ésta se generaría por un desequilibrio, también crónico, entre la "proclividad de la gente a ahorrar", por un lado, y el deseo de que esos ahorros se traduzcan en inversión, por otro, provocando una caída de la tasa

de interés natural (aquella donde ahorro e inversión deseados se igualan en una situación de pleno empleo) hasta un nivel negativo.<sup>2</sup> Pero la tasa de interés real efectiva no podría alcanzar tal nivel negativo dado el límite inferior de cero para la tasa nominal y la evidente incapacidad para producir niveles suficientes de inflación, expresada en el persistente fracaso para alcanzar siquiera los bajos objetivos de inflación actualmente vigentes.

De acuerdo con Summers (2014a) el desequilibrio estructural entre ahorro e inversión agregados del que se deriva la insuficiencia crónica de demanda obedece a una serie de cambios de largo plazo en las economías centrales.

**(I)** Desde 1960 se registra una paulatina desaceleración del crecimiento demográfico en los países centrales (incluso en Japón ha tenido lugar una contracción absoluta de la población en los últimos años). Este freno del crecimiento demográfico y de la fuerza de trabajo conllevarían un menor requerimiento de acumulación de capital.

**(II)** La demanda de crédito para inversión se ha visto negativamente afectada. En efecto, para muchas firmas líderes en materia tecnológica, el problema no es hallar financiamiento sino oportunidades de inversión rentables para aplicar su elevada liquidez (ver Summers, 2014a, p.69). Inclusive, este rasgo se ve acentuado por los menores requerimientos de capital para nuevos emprendimientos en los negocios más dinámicos en la actualidad.

**(III)** El precio relativo de los bienes de capital ha tendido a caer significativamente desde 1980. Así, el monto nominal de inversión requerido para realizar un nivel dado de inversión real se redujo sensiblemente.

**(IV)** Los rendimientos también se vieron negativamente afectados por la inclinación de los gobiernos de economías emergentes a acumular reservas y a mantenerlas en activos líquidos, como bonos del Tesoro de Estados Unidos.

**(V)** La propensión marginal agregada a ahorrar sufrió un incremento como consecuencia de la ininterrumpida concentración del ingreso y la riqueza. En este punto, Summers admite que el incremento en la participación de los beneficios en el ingreso y de las ganancias retenidas por las corporaciones actuó en el mismo sentido.

---

2- Este acento puesto en el desbalance entre ahorro e inversión establece un vínculo directo con la formulación de la hipótesis de estancamiento estructural de Hansen (1938).

La insuficiencia de demanda agregada también es, previsiblemente, señalada por Krugman (2014) como principal causante del estancamiento. En sus palabras, la situación de trampa de liquidez con tasas nominales iguales a cero y baja inflación se ha transformado en la “nueva norma”.

Krugman (2014) da cuenta de una progresiva pérdida de efectividad de la política monetaria como instrumento de reactivación de la demanda agregada, que se remonta a la recesión de 1990-1. En efecto, la tasa de interés real de largo plazo muestra una tendencia declinante desde 1980, que se encuentra ampliamente difundida a nivel mundial. De un nivel promedio de 5% en la década del '80, la tasa de interés real pasó al 3% en la década del '90, 1% en la década del 2000 y -1% en los últimos 5 años, elevándose así la probabilidad de alcanzar situaciones de “trampa de liquidez” (ver el anteúltimo informe de perspectivas económicas del FMI (2014) y Blanchard y otros, 2014).

Koo (2014), por último, ofrece un argumento igualmente concentrado en el lado de la demanda, aunque según este autor la principal traba enfrentada por ésta lo constituye el elevado endeudamiento, y es el proceso de desapalancamiento en curso desde el estallido de la crisis financiera el que sustrae fondos que de otro modo estarían disponibles para impulsar la demanda.

En alguna medida, las explicaciones resumidas hasta aquí pueden ser discutidas a la luz de la crítica marxista a las teorías subconsumistas tradicionales, como las formuladas por Malthus (1998[1798]), Sismondi (1971[1819]) o, hacia principios del siglo XX por Hobson (1902). Según estas teorías, aun con los matices que cada formulación particular presenta, el nivel de la acumulación estaba determinado por la demanda de consumo. De modo que la pérdida de participación de los salarios en el ingreso, que constituía una tendencia inherente del capitalismo a causa del avance de la mecanización, produce una creciente brecha de demanda que conduce a la depresión. Este planteo es debatido por autores marxistas (Shaikh, 2006[1990], Harvey, 2006) al señalar que, en lugar del consumo, el motor de la demanda agregada es el gasto capitalista total, descompuesto en consumo capitalista y fondos destinados a adquirir medios de producción y contratar trabajo asalariado. Sobre esta base, cualquier brecha de demanda surge eventualmente de la insuficiencia del gasto capitalista, por lo que la explicación de la depresión debe estar vinculada a las causas de esta última insuficiencia (ver Shaikh, op cit). Podría agregarse: al tratarse de un estancamiento *secular*, debe ofrecerse una explicación de las causas estructurales de dicha insuficiencia de gasto capitalista.

Ciertamente, las explicaciones revisadas señalan como causantes de la

tendencia al exceso de ahorro factores que exceden a la sola caída del consumo como consecuencia de la concentración del ingreso,<sup>3</sup> y acaso eluden esta crítica a las explicaciones subconsumistas. No obstante, se carece hasta aquí de un abordaje directo del “exceso de ahorro” capitalista. Así, puede afirmarse que el conjunto de ejercicios empíricos que se presentan en la sección 4, son motivados por esa pregunta ¿qué posibles causas determinan la insuficiencia del gasto capitalista de inversión, en relación a la capacidad de acumulación que brindan sus crecientes beneficios?

*Recomendaciones de política.* Los autores formulan dos ejes de política para reanimar el crecimiento económico. Como se ha señalado, varios afirman que la caída de la tasa de interés afecta la eficacia de la política monetaria. Incluso, si bien la política monetaria no convencional (como las expansiones cuantitativas o el *forward guidance*) retiene cierta efectividad, la misma se ve menoscabada en un marco de tasas nominales iguales a cero.

En tal cuadro, Summers (2013) propone intervenir desplazando la demanda agregada para un nivel dado de tasa de interés: dar inicio a un vasto programa de inversión pública, en particular en infraestructura, promover exportaciones y remover barreras regulatorias que limitan la inversión privada, etc. Mientras que Krugman (2014) se inclinan por la implementación de mecanismos que eleven la inflación a niveles suficientes para alcanzar las tasas de interés reales hasta el valor de la tasa de interés natural; o bien dar continuidad a las expansiones cuantitativas de la oferta monetaria, que permitan reducir las primas de riesgo (Krugman, op cit).

#### **b- El exceso de ahorro corporativo en países industriales luego de 1980**

Resulta curioso que, adjudicando la actual configuración de ES al exceso de ahorro (en adelante, EA), Summers (2014a, 2014b) y los autores afines no avancen en una evaluación de las fuentes sectoriales o geográficas de las que ese exceso de ahorro emana. Por caso, no se encuentra en ninguno de los trabajos citados un esfuerzo por identificar los sectores institucionales

---

3- Más aún, se han difundido incluso explicaciones del bajo crecimiento actual en las economías centrales, que se basan en factores “de oferta” antes que en la debilidad de la demanda. El mejor ejemplo de este conjunto de autores tal vez sea Gordon (2014). La versión original de este artículo contiene un resumen de estas posturas, que aquí no se incluye por cuestiones de espacio.

(corporativo, público, hogares) donde este exceso de ahorro resulta más acuciante.<sup>4</sup> Ello ocurre aún cuando el Sistema de Cuentas Nacionales, al menos de países de la OECD, permite conocer de una manera más o menos directa esta composición.

Es notoria incluso la falta de un análisis de la relación entre ahorro e inversión en el ámbito empresarial específicamente, y de su evolución en los últimos años, en la medida que otros estudios han documentado en años recientes la existencia de una tendencia a la generación de EA en el sector corporativo de países centrales (FMI, 2006, OECD, 2007, ILS, 2011). Inclusive, la cuantificación de este EA ofrecida por el estudio del FMI (op cit) muestra que éste constituía una fuente relevante de EA agregado: la suma del EA corporativo en el G-7 equivalía en el bienio 2003-4 a más del doble de la suma de los superávits de cuenta corriente en países emergentes y en desarrollo. La plena vigencia de este proceso a fines de 2014 quedaba de manifiesto en los datos presentados por el Institute of International Finance (2014).

Por lo demás, la bibliografía reciente sobre el ES tampoco considera siquiera la posibilidad de que esta manifestación de la insuficiencia de la inversión (en relación al ahorro y el potencial de acumulación que este provee), mantenga algún vínculo con ciertas transformaciones sobresalientes del proceso de acumulación a nivel mundial desde 1980 en adelante, cuyo impacto sobre el estancamiento, plausible al menos desde un punto de vista teórico, podría ser evaluado empíricamente, a saber:

a- Primero, modificaciones que respondieron a los intentos de los sectores más concentrados de la burguesía de los países centrales para dar una salida a la profunda crisis que afectó la acumulación de capital desde mediados de los '70 (Glyn, 2006, Arceo, 2011): (i) el ataque a los sectores obreros que se reflejó en la reducción sostenido del costo laboral y la participación asalariada en el valor agregado; (ii) la internacionalización de los procesos productivos y el avance del comercio y la inversión internacionales.

---

4- Apenas en algunos trabajos (Summers, 2013, Caballero y Farhi, 2014) se adjudica una parte del EA mundial a la generación de ingentes superávits de cuenta corriente por parte de los países emergentes, que dieron lugar a la demanda de activos en dólares y títulos del tesoro norteamericano.



Como se sabe, una recesión se desató en los países centrales en 1973-74, marcando el inicio de una crisis estructural del modo en que se había desarrollado la acumulación de capital en los países capitalistas centrales a lo largo de la posguerra. Existe aún un debate abierto acerca de sus causas últimas.

En el debate se postulan como causas de fondo una diversidad de factores que reflejaban el agotamiento del patrón de acumulación reinante en la posguerra: (1) el incremento de costos laborales generado por el bajo desempleo (en otras palabras, el agotamiento del *ejército industrial de reserva*) imperante en un contexto de rápido crecimiento industrial y del sector servicios que elevaba la demanda laboral, así como por la fuerte capacidad de negociación de las organizaciones sindicales (Glyn, 2006); (2) la crisis fiscal y creciente presión impositiva sobre la rentabilidad del capital, frente al incremento de las prestaciones sociales y previsionales asumidas por los estados; (3) la desaceleración del crecimiento de la productividad y el agotamiento del patrón tecnológico de la segunda revolución industrial, en particular de los progresos alcanzados en las décadas del '20 y '30, para producir incrementos en la productividad del trabajo sobre la base de nuevas inversiones (ver, por ejemplo, Lipietz, 1987); (4) la acentuación de la competencia en los mercados internacionales, en particular entre empresas de Estados Unidos, Alemania y Japón a raíz del incremento en la convergencia en los niveles de productividad y competitividad internacional de éstos últimos países en la década del '60 (Brenner, 2002).

También es conocido que el restablecimiento de la acumulación vino asociado a un conjunto de modificaciones estructurales que permitieron sortear algunos de los límites enumerados en el párrafo previo: (1) la ofensiva de clase contra las conquistas obreras y la capacidad negociadora de los sindicatos, tarea en la cual cumplió un importante papel la recesión, y el giro en la política macroeconómica; ésta última abandonó su objetivo de lograr el pleno empleo para perseguir la estabilidad de precios, provocando una contracción del nivel de actividad y un salto en el desempleo ; (2) la internacionalización de los procesos productivos y el estrechamiento de la articulación comercial internacional permitieron a las firmas transferir segmentos del proceso productivo al exterior, reducir los costos de abastecimiento, aprovechar las ventajas fiscales, regulatorias y de costo laboral que ofrecían países periféricos como el sur y sudeste asiático o el este europeo; proceso que fue auxiliado por la remoción –en buena medida, inducida por la intervención de organismos internacionales como el FMI o el Banco Mundial– de barreras aduaneras y regulaciones al movimiento internacional de capitales;

(3) se rediseñó el papel del estado, reduciéndose su función regulatoria sobre el funcionamiento de los mercados de bienes y de trabajo, se comprimieron en varios países sus funciones en materia previsional y de suministro de servicios sociales, se redujo sensiblemente la presión tributaria sobre la rentabilidad empresarial y sobre los estratos más altos en la distribución del ingreso (para un tratamiento detallado de este proceso ver Harvey, 2005, Arceo, 2011y Glyn, 2006) ;

b- Segundo, la continua acentuación desde 1980 de rasgos regresivos y de crisis del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios a nivel internacional, como lo son (iii) la tendencia a la sobreacumulación y la pérdida de dinamismo industrial (caídas tendenciales del uso de la capacidad instalada, menor crecimiento en la demanda, deterioro sostenido en los indicadores de demografía industrial) (iv) la exacerbación de la competencia y el consecuente incremento de la volatilidad operativa de las firmas, y (v) el avance de la concentración industrial (ver Decker y otros, 2014, Irvine y Pontiff, 2008,y la discusión realizada de estas tendencias más adelante en este trabajo).

En lo que resta de este artículo, luego de una breve descripción de la base de datos y metodología utilizadas, se documenta la tendencia creciente del EA en el ámbito corporativo de un conjunto de países de la OECD, y su difusión entre distintas ramas de actividad. Posteriormente se discute cómo este EA se vincula con los rasgos mencionados (en los incisos a. y b. arriba) del desarrollo capitalista en el período post-1980.

### **3- Construcción de la base de datos, variables de interés y metodología**

El estudio empírico que se presenta a continuación se basa en datos anuales a nivel rama de actividad para 15 países de la OECD desde 1970. La base de datos utilizada fue construida fusionando distintas bases disponibles en el sitio web de estadísticas de la OECD. De ellas, la principal fuente la base de Análisis Estructural (STAN). Ésta provee estimaciones de producto, empleo, beneficios, masa salarial, inversión, comercio internacional y deflatores de producto, insumos y capital, para una lista estandarizada de ramas de actividad de 15 países. Estos son: Austria, Bélgica, República Checa, Alemania, Dinamarca, Finlandia, Francia, Hungría, Italia, Holanda, Noruega, Eslovenia, Suecia y Estados Unidos. Se elabora a partir del Sistema de Cuentas Nacionales de cada país, así como por otras fuentes como censos o encuestas

industriales. La última versión utiliza la Clasificación Internacional Industrial Uniforme para Todas las Actividades Económicas, Revisión 4 (CIIU, Rev. 4).

Esta base permite tener una estimación del Exceso de Ahorro a nivel rama y explorar posibles causas a partir de su relación con el costo laboral, el comercio exterior, etc. A ella se agregaron variables a nivel rama que permiten indagar las relaciones del exceso de ahorro con otras tendencias de la economía mundial en los últimos años:

(1) La importancia de las actividades en el extranjero de firmas multinacionales en el total del empleo y en las ventas domésticas de cada rama en el país declarante. Estas variables surgen de la base *Outward Activity of Multinationals*, por rama de actividad. Para el período previo a 2007, estos datos están disponibles para ramas de actividad clasificadas de acuerdo con la CIIU, Rev. 3. De modo que fue requerido utilizar las tablas de conversión de CIIU, Rev. 3 a CIIU, Rev. 4 provistas por la OECD para fusionar los datos con la base STAN.

(2) Los volúmenes de ventas y el grado de concentración de las mismas entre el segmento de mayor tamaño (Clase Nacional de Tamaño 5, de más de 250 empleados). Para ello se incorporaron variables a nivel rama de las bases Structural Business Statistics (SDBS, ISIC Rev. 3), utilizándose las tablas de conversión correspondientes entre las distintas versiones de la clasificación industrial.

El Cuadro 1 explica la construcción de las principales variables de interés.

**Cuadro 1.** Construcción de las principales variables de interés

Ahorro Bruto	= Excedente Bruto Operativo e Ingresos Mixtos/ Valor Agregado Bruto (a precios corrientes)
Formación Bruta de Capital a precios corrientes	= Formación Bruta de Capital Fijo, a p. ctes./Valor Agregado Bruto, a p. ctes.
Formación Bruta de Capital a precios constantes	= Formación Bruta de Capital Fijo, a p. constantes/Valor Agregado Bruto, a p. constante
Exceso de Ahorro	= Ahorro Bruto – Formación Bruta de Capital a precios corrientes

Es preciso aclarar que la medida de Ahorro Bruto, y por lo tanto la medida derivada de Exceso de Ahorro son aproximadas. Los manuales de Cuentas Nacionales de la OECD definen al Ahorro Bruto (AB) como el Excedente Operativo Neto, más los Ingresos de la Propiedad Netos (que representan los pagos netos de intereses y dividendos), menos los Impuestos Directos Pagados, más el Consumo de Capital Fijo.

Como se ve, la medida de AB utilizada incluye únicamente el Excedente Operativo Bruto (esto es el Excedente Operativo Neto, más el Consumo de Capital Fijo). Esta constituye la mejor aproximación disponible en la base STAN, al carecer esta base de variables financieras requeridas para una medición precisa del AB, tales como los pagos netos de intereses y dividendos, así como de los Impuestos Directos Pagados por rama.

Se definen dos medidas para la tasa de Formación Bruta de Capital (FBC). Una a precios corrientes, utilizada para estimar el Exceso de Ahorro (EA), mientras que la FBC a precios constantes se emplea para conocer la evolución de la inversión real.

La medida del Exceso de Ahorro es la diferencia entre el AB y la FCB a precios corrientes.

Por otro lado, la indagación de los vínculos existentes entre el EA y las características generales asumidas por la economía mundial desde 1980 exige la definición de variables que cuantifiquen el deterioro de los ingresos laborales, el avance de la articulación comercial internacional, el dinamismo de los mercados y la producción, la volatilidad de las variables fundamentales y la intensificación de la competencia, así como la concentración de los mercados. A continuación, el Cuadro 2 brinda una definición de las variables que nos permiten realizar dicho análisis.

**Cuadro 2.** Definición de Variables

Aspecto	Variable	Definición
1 Costo	Costo laboral unitario	Masa Salarial/Valor Agregado Bruto
2 Articulación Internacional	Coefficiente de Apertura	(Exportaciones+Importaciones)/VAB

3 Articulación Internacional	Peso de Multinacionales	Ventas de firmas multinacionales originarias del país reportante/Total Ventas domésticas de firmas de la rama
4 Dinamismo	Dinamismo de Ventas	$(Ventast - Ventast - 1) / Ventast - 1$
5 Dinamismo	Dinamismo de Producción	$(Producción - Producción - 1) / Producción - 1$
6 Volatilidad y competencia	Volatilidad Participación Beneficios	Coefficiente de Variación Móvil (5 períodos) de Beneficios Brutos Operativos/VAB
7 Volatilidad y competencia	Volatilidad Precios Relativos	Coefficiente de Variación Móvil (5 períodos) de Deflactor. Precios Insumos/Deflactor Precios Producción

Por último, se comenta el procedimiento utilizado para obtener una primera aproximación a la relación existente entre las transformaciones referidas, por un lado, y la desproporción entre ahorro e inversión a nivel industria, por otro. Dado que el número de ramas de actividad para las que se reportan datos experimenta un significativo incremento desde 1993 en adelante, nos limitamos a considerar estos vínculos en el período 1993-2011.

Para cada una de las medidas (1) a (3),

a- Se obtiene una medida de su variación porcentual anual promedio para el período 1993-2011, promediando las tasas anuales que resultan de la siguiente fórmula,  $var(x) = \frac{xt - xt - 1}{xt - 1}$ .

b- Se divide la muestra en deciles de  $var(x)$  promedio, obteniendo una serie que indica la evolución de la mediana del exceso de ahorro, para cada decil a lo largo del período 1997-2011. Cuando resulta relevante, se obtienen las series correspondientes a la mediana de la FBC de cada decil.

c- Evaluamos la evolución del exceso de ahorro para los tres primeros deciles (donde  $var(x)$  promedio resultó menor) y en los tres deciles superiores.

En el caso de las medidas (4) a (7),

a- Se obtiene promedio  $(x)$ , el promedio por rama de la variable para

el período 1993-2011.

b- Se divide la muestra en deciles de promedio ( $x$ ), obteniendo una serie que indica la evolución de la mediana del exceso de ahorro, para cada decil a lo largo del período 1997-2011. Cuando resulta relevante, se obtienen las series correspondientes a la mediana de la FBC de cada decil.

c- Evaluamos la evolución del exceso de ahorro para los tres primeros deciles (donde promedio ( $x$ ) resultó menor) y en los tres deciles superiores.

#### 4- Resultados

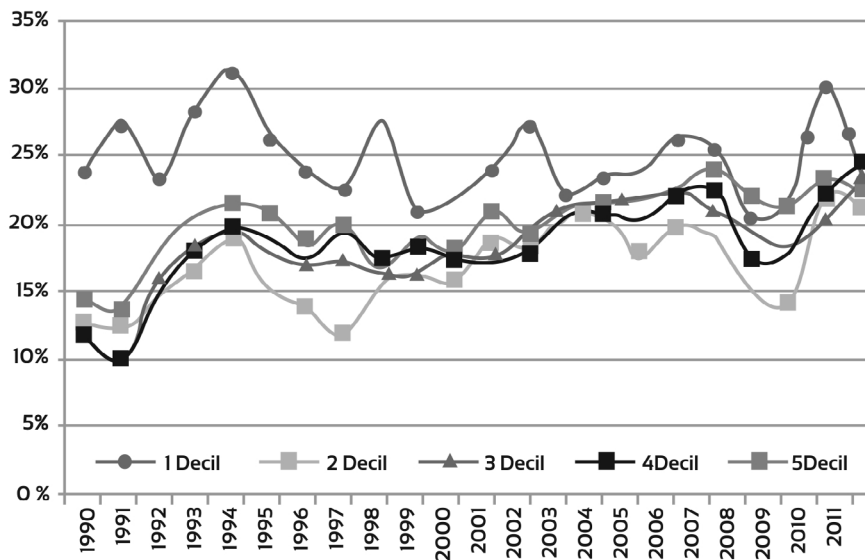
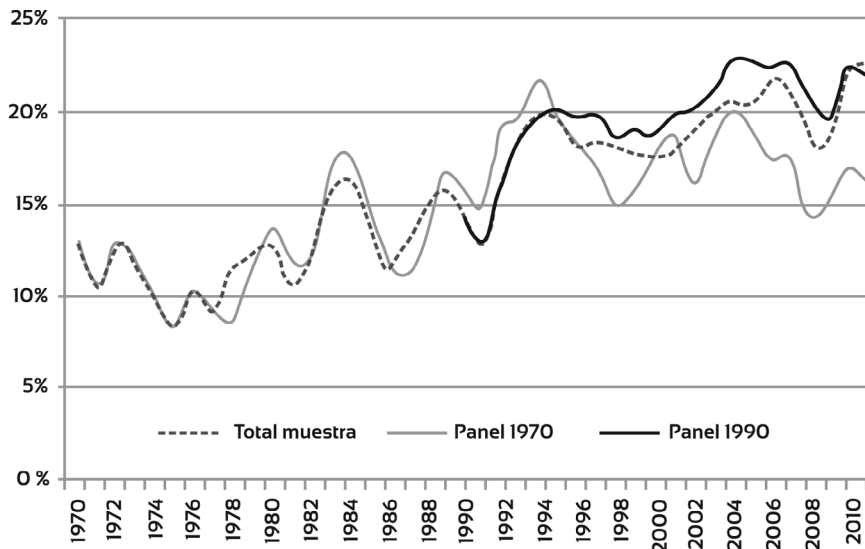
##### a) El EA corporativo y su difusión entre sectores de actividad

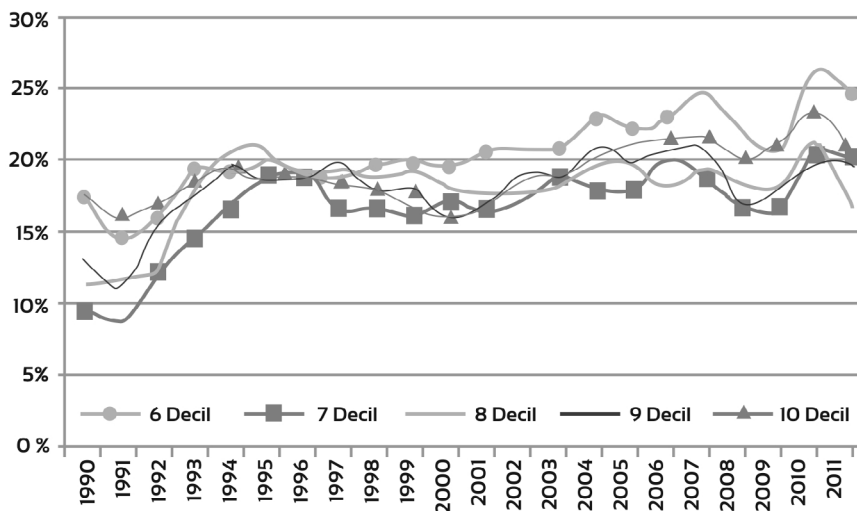
El Gráfico 1 muestra la evolución anual de la mediana del EA para tres muestras de ramas de actividad: (a) la muestra total de la base STAN, que incluye un número variable de ramas de actividad dependiendo del año (la cobertura de ramas por parte de las encuestas industriales se va incrementando en el tiempo, y es muy bajo el número de países que cuentan con datos hasta 1993); (b) un panel fijo de 143 ramas de actividad que son seguidas en forma continua en la base de datos a lo largo de todo el período 1970-2011 (provenientes principalmente de Noruega, Italia y Dinamarca); (c) un panel fijo de 527 ramas que son seguidas a lo largo de todo el período 1990-2011, provenientes de Austria, Finlandia, Holanda, Noruega, Estados Unidos, Italia y Dinamarca. El gráfico muestra una tendencia al crecimiento del EA para las tres series, sugiriendo que reviste un carácter generalizado y que no constituye un resultado de la incorporación a la muestra de ramas de actividad con mayor EA promedio, sino que se preserva cuando se consideran paneles fijos de sectores.

Por su parte, los Paneles B y C muestran la evolución de la mediana del EA para cada decil de tamaño según Número de Empleados, durante el período 1990-2011 (el Panel B muestra el EA de los primeros 5 deciles, mientras que el C muestra el EA de los últimos 5). Se puede constatar cómo la tendencia al ascenso del EA es un fenómeno generalizado entre las ramas de actividad cubiertas por la muestra.

Se verifica así que el proceso de expansión del EA es sostenido y se extiende de un modo generalizado entre las distintas ramas de actividad. A continuación mostramos como este fenómeno se relaciona con los dos conjuntos de modificaciones económicas detallados arriba.

Gráfico 1. El exceso de ahorro. Su difusión en la muestra.





El Panel A del Gráfico 1 muestra la evolución de la mediana del EA entre la totalidad de las ramas que reportan datos de EA en cada año (Muestra Total), y para dos paneles fijos de firmas: aquellas que reportan datos desde 1970 (Panel 1970, 143 ramas), y aquellas que reportan datos en forma continua desde 1990 (Panel 1990, 527 ramas). Los Paneles B y C muestra la evolución en el tiempo, desde 1990, de la mediana del EA para cada decil de tamaño medido por Número de empleados. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

## b) Caída del costo laboral y EA

Una vasta literatura<sup>5</sup> muestra que el incremento en la participación de los beneficios en el valor agregado se ha establecido como una tendencia en países centrales desde 1980, lo que en efecto constituye la contracara de una caída del costo laboral unitario (CLU). Resulta interesante, en un marco en el que el EA agregado se instituye como una pieza central en la explicación del estancamiento, evaluar en qué medida este incremento en la participación de los beneficios se correlaciona, a nivel rama de actividad, con la evolución en la formación de capital y el EA.

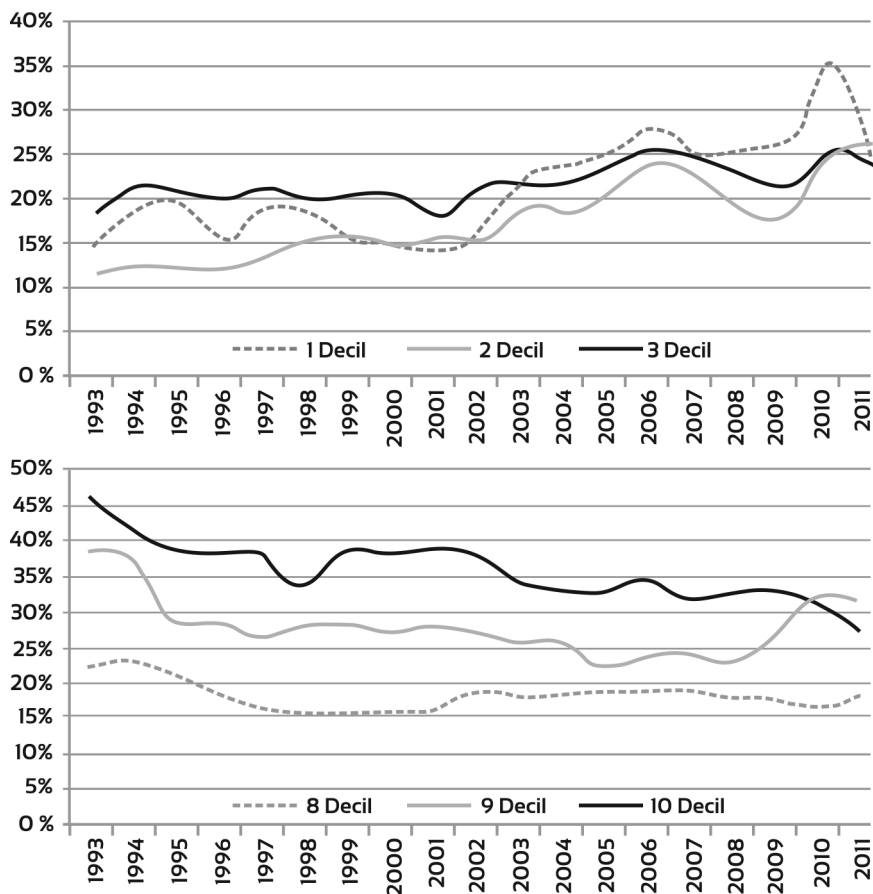
El Gráfico 2 proporciona una primera respuesta a esta pregunta. Para construir el gráfico la muestra se divide en deciles de tasa de variación promedio del costo laboral unitario en el período 1993-2012. Se muestra la evolución de la mediana del EA para las ramas que conforman los 3 deciles de mayor

5- Ver Giovanonni (2014) para una revisión.



caída promedio del CLU (deciles 1, 2 y 3), así como para las que integran los deciles de mayor variación (deciles 8, 9 y 10). Allí se observa como el EA tendió a crecer de un modo mucho más acentuado en los estratos que gozaron de una mayor caída en el costo laboral unitario. El más notorio es el caso del decil 2 de variación del costo laboral, que pasó de mostrar un EA estimado del 10% en 1993 a otro de 25% en 2011.

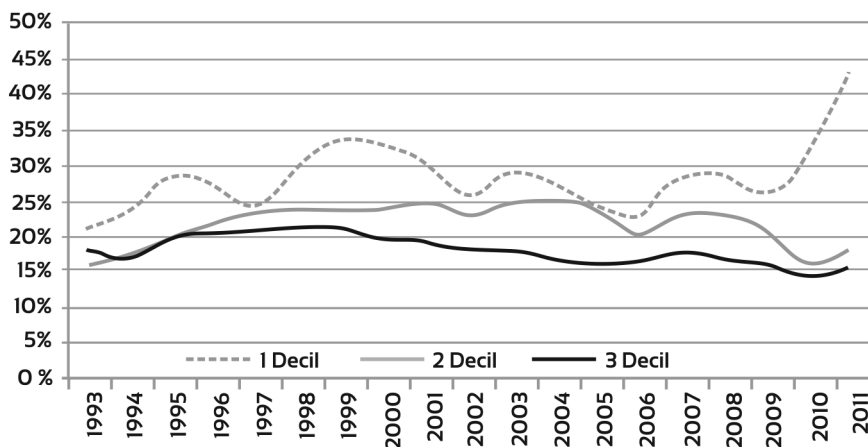
**Gráfico 2.** El exceso de ahorro para diferentes estratos de variación del costo laboral unitario.

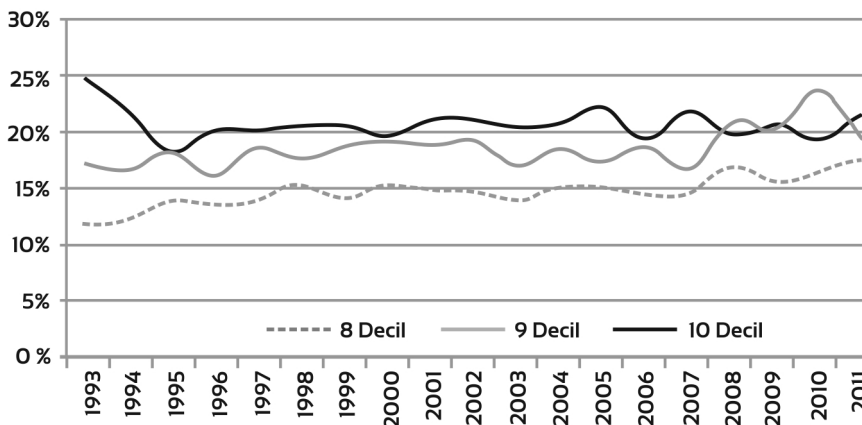


El Gráfico 2 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación del costo laboral en el período 1993-2011. Los primeros tres deciles contienen a aquellas ramas donde el costo laboral cayó más. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

Aquí el estudio a nivel rama de actividad permite trazar una diferencia con respecto a otros trabajos que postulan una relación negativa entre el avance de la participación de los beneficios en el ingreso (en el agregado nacional) y la inversión (Barba y Pivetti, 2012, por ejemplo). Tal relación negativa tiende a explicarse por la brecha de demanda agregada que se genera por la contracción del consumo asalariado. Sin embargo, cuando utilizando datos a nivel rama se encuentra que el EA aumentó más en las ramas donde más cayó el costo laboral unitario, entonces es posible postular que, más allá del posible efecto negativo que ejerce la caída de la demanda de consumo sobre la inversión, existen motivos para sospechar que el EA obedece a las dificultades de las firmas para hallar una aplicación al flujo de fondos que reciben al ampliarse sus márgenes unitarios.

Gráfico 3. La formación de capital para diferentes estratos de variación del costo laboral.





El Gráfico 3 muestra la evolución de la mediana de la FBC entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación del costo laboral en el período 1993-2011. Los primeros tres deciles contienen a aquellas ramas donde el costo laboral cayó más. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

El Gráfico 3 da cuenta de la evolución de la FBC para los sectores más y menos favorecidos por la caída del CLU. Permite observar cómo la tasa de inversión de los sectores con mayor caída del costo laboral (consecuentemente, mayor incremento en la participación de los beneficios), no mostró una mejora proporcional a la consiguiente mayor rentabilidad, sino que en ambos extremos de la variación del costo laboral, las tasas de inversión se mantuvieron relativamente estables en el período considerado. Inclusive, considerando el período 1999-2011, se percibe una leve y gradual disminución de la FBC entre las ramas más beneficiadas por la caída del CLU. Por cierto, al final del período considerado (2009-2011) el decil 1 muestra un abrupto incremento de la FBC, que conduce el nivel de inversión a su nivel más alto de toda la serie. No obstante, este movimiento puntual no parece ser suficiente para anular el análisis de largo plazo, que indicaría una tendencia contractiva para los tres primeros deciles considerados en forma conjunta.

Así, la tendencia a la mejora de los márgenes de ganancia como consecuencia de la retracción de la participación asalariada actuó en el largo plazo, antes que como un estímulo a la acumulación, como una fuente de EA en el ámbito empresarial y, siguiendo el razonamiento de los autores reseñados más arriba, como una fuente de estancamiento.

### c) Globalización y exceso de ahorro

Analicemos ahora la evolución del EA, a la luz del avance de la articulación internacional, tanto comercial como financiera, que ocurrió con posterioridad a 1980. Como se comentó arriba, para tal propósito utilizamos dos medidas del grado de extensión de la 'globalización': (i) el coeficiente de apertura y (ii) la participación de firmas multinacionales en las ventas realizadas en el ámbito doméstico de cada país.

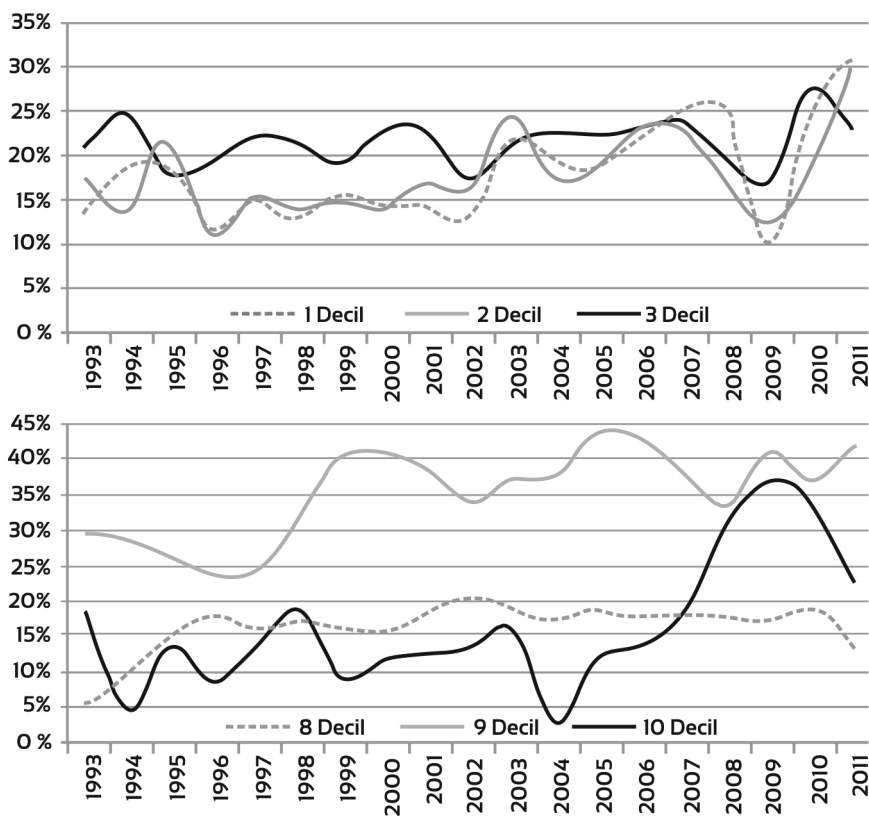
Por cierto, los canales por los que el incremento de la articulación internacional podría teóricamente repercutir sobre el EA son diversos; más aún, ambos indicadores del avance de la globalización podrían captar el efecto de canales distintos entre sí. Podríamos mencionar dos canales básicos reconocidos en la literatura: (a) el ensanchamiento de la oferta efectiva mundial de trabajo que produjo la mayor integración comercial y financiera internacional desde 1980, así como las ventajas que ello supuso para la organización internacional de la producción entre las empresas multinacionales, presionaron a la baja el costo laboral y elevaron los márgenes (FMI, 2007); (b) el mayor abastecimiento internacional de insumos pudo haber afectado positivamente los márgenes de ganancia reduciendo su precio relativo. En tal sentido, Milberg (2008) muestra como la expansión de las cadenas globales de valor trajo aparejada una caída de costos de insumos a las firmas líderes, permitiéndoles mantener o incluso aumentar sus márgenes, y así la participación de los beneficios en el ingreso, incluso durante un período en el cual los precios de los productos experimentaron presiones deflacionarias como consecuencia de la intensificación de la competencia.

La base STAN sólo provee datos de comercio internacional para los distintos sectores de Italia, Holanda, Noruega, República Checa y Suecia. Un 90% de las ramas para las que se reportan datos de comercio exterior experimentaron un crecimiento en su coeficiente de apertura. Entre ellos, la apertura avanzó más intensamente en Italia y R. Checa, particularmente en las ramas de maquinaria y equipo, equipo de transporte, agricultura, alimentos y bebidas, productos químicos, computadoras, equipos electrónicos y ópticos.

Los Gráficos 4 y 5 permite ver las diferencias en la evolución del EA y la FBC entre los sectores que más y menos se abrieron al comercio mundial durante el período 1993-2012. Allí se observa (Gráfico 4) que los sectores con más rápida integración comercial (deciles 8, 9 y 10) experimentaron también un mayor incremento en el EA a lo largo del tiempo. En tal sentido, los deciles 8, 9 y 10 incrementaron su EA en 60, 42 y 150% respectivamente, si se comparan los promedios correspondientes a los períodos 1993-1995 y 2009-2011,

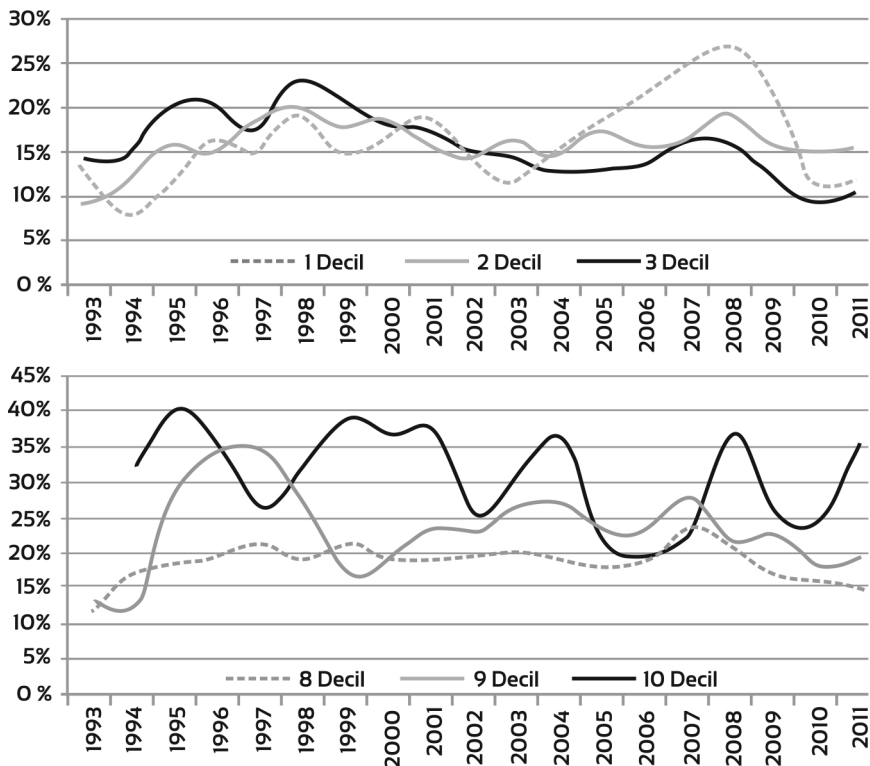
mientras que los deciles 1, 2 y 3, experimentaron un incremento del 28, 14 y 5%, respectivamente. Asimismo, el Gráfico 5 sugiere que un mayor crecimiento en la articulación comercial internacional de las ramas de actividad, no llevó consigo mayores inversiones a nivel rama sino todo lo contrario: las ramas de actividad que más intensificaron sus vínculos comerciales con el exterior tendieron a reducir su tasa de inversión, en especial desde el año 2000, mientras que las que atravesaron una menor apertura comercial mostraron una tasa de inversión más estable. En efecto, comparando los promedios de los períodos 1999-2001 con 2009-2011, los deciles 8, 9 y 10 de incremento en el coeficiente de apertura, sufrieron caídas del 20, 1 y 22% en su FBC.

**Gráfico 4.** El exceso de ahorro para diferentes estratos de variación del coeficiente de apertura.



El Gráfico 4 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación del coeficiente de apertura en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

**Gráfico 5. La formación bruta de capital para diferentes estratos de variación del coeficiente de apertura.**

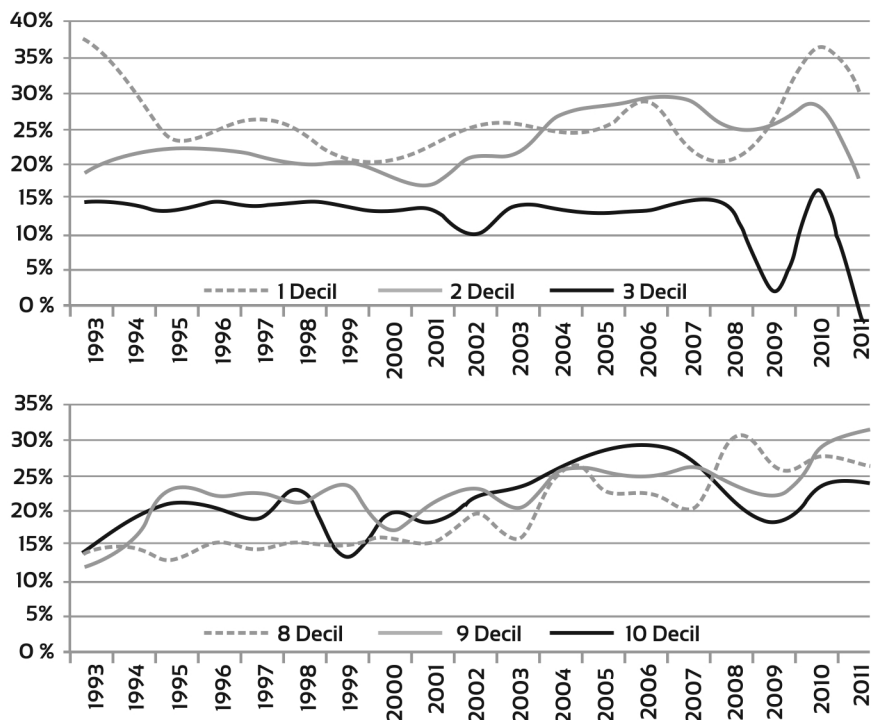


El Gráfico 5 muestra la evolución de la mediana de la FBC entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación del coeficiente de apertura en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

En suma, allí donde más rápido aumentó la integración comercial, tuvo lugar un más intenso crecimiento del EA y, quizás menos previsible y sencillo de comprender teóricamente, una mayor caída de la FBC.

Algo similar se observa al analizar la participación de las empresas multinacionales en las ventas realizadas al interior de cada país (Gráfico 6): los sectores donde más se incrementó el peso de las multinacionales, resultaron ser los que más incrementos en el EA experimentaron, incluso mostrando una tendencia levemente decreciente de la tasa de inversión (este aspecto no se muestra en el Gráfico 6 pero los resultados se pueden solicitar al autor).

**Gráfico 6.** El exceso de ahorro para diferentes estratos de variación del peso de las firmas multinacionales de la rama.



El Gráfico 6 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación del peso de las ventas en el exterior de firmas multinacionales originarias del país reportante, en relación al total de ventas de la rama en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

Podría sugerirse así que dos de los grandes procesos con que el empresario de los países centrales consiguió dar una salida a la crisis del patrón de acumulación de posguerra a mediados de los ´70 y reanimar dicha acumulación desde 1980 en adelante (la contracción del costo laboral y la participación asalariada en el ingreso, por un lado, y la internacionalización de los procesos productivos y la intensificación del comercio y las operaciones de inversión internacionales, por otro), se encontraron asociados con la gestación de un exceso de ahorro corporativo al que hoy se atribuye la situación de estancamiento.

#### **d) Sobreacumulación, pérdida de dinamismo y exceso de ahorro**

Es preciso hacer un rápido repaso de estas características asumidas por el avance de la acumulación desde 1980.

Primero, son conocidos los casos de ramas de actividad puntuales donde se han acumulado importantes excesos de capacidad a nivel mundial. Es el caso de las ramas automotriz, siderúrgica, química y petroquímica, y telecomunicaciones, entre otras.<sup>6</sup> Sin embargo, la falta de literatura que aborde este fenómeno de un modo general justifica que nos detengamos, si bien brevemente, en este punto.

Acaso un signo elocuente del grado de extensión de la sobreacumulación sea la caída sostenida en los indicadores de utilización de la capacidad instalada. A continuación en el Gráfico 7 se exhibe la evolución de este indicador desde 1960 para las 57 ramas de actividad estadounidenses, relevadas por la Reserva Federal de dicho país en su informe G17. Es posible advertir la caída del grado de utilización respecto de los niveles de

---

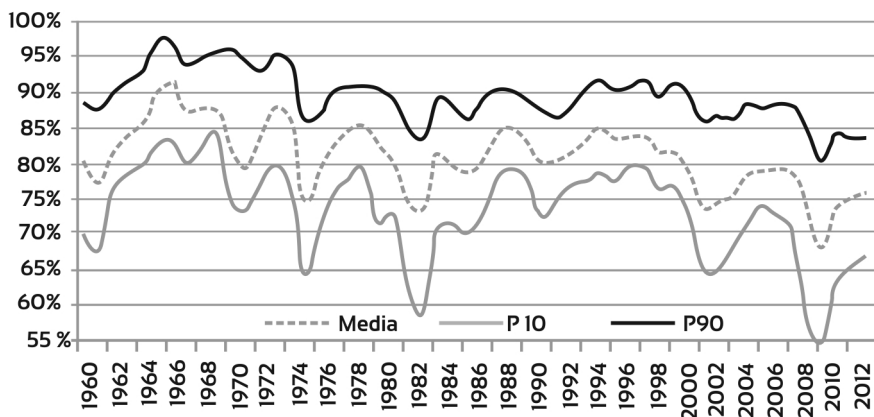
6- Además de la gran cantidad de notas periodísticas sobre el tema, para el caso de la industria de las telecomunicaciones ver Johnson (1987) y el capítulo 10 de Sterling (2006), sobre la rama automotriz ver Humphrey y Memedovic (2003), para el caso siderúrgico ver Blonigen y Wilson (2010).

7- Estos trabajos también registran una caída sostenida en las tasas de creación y destrucción de nuevos puestos de trabajo formales en Estados Unidos, así como una caída en la volatilidad y dispersión de corte transversal del crecimiento del empleo. Estos últimos indicadores de volatilidad, como se explica en Decker y otros (2014) tienen una naturaleza diferente a los indicadores de volatilidad de los "fundamentals" como las ventas, el flujo de fondos, la rentabilidad, etc. La bibliografía financiera disponible permite afirmar que la volatilidad de estos indicadores a nivel firma experimentó un crecimiento sostenido en el tiempo, ver Comin y Philippon (2006), Irvine y Pontiff (2008).



la década del '60, y en particular desde mediados de la década del '90. No sólo se observa tal movimiento para la rama que se ubica en la mediana de la distribución, sino también para las ramas que ocupan los percentiles 10 y 90, sugiriendo que tal disminución reviste un carácter generalizado.

**Gráfico 7.** Evolución del uso de la capacidad instalada en la industria estadounidense.



El Gráfico 7 muestra la evolución del grado de utilización de la capacidad instalada en la industria norteamericana en el período 1960-2012. Se utilizan los datos a nivel rama del informe G17 de la Reserva Federal, y se grafican la mediana, el percentil 10 y el percentil 90 de grado de utilización promedio. Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

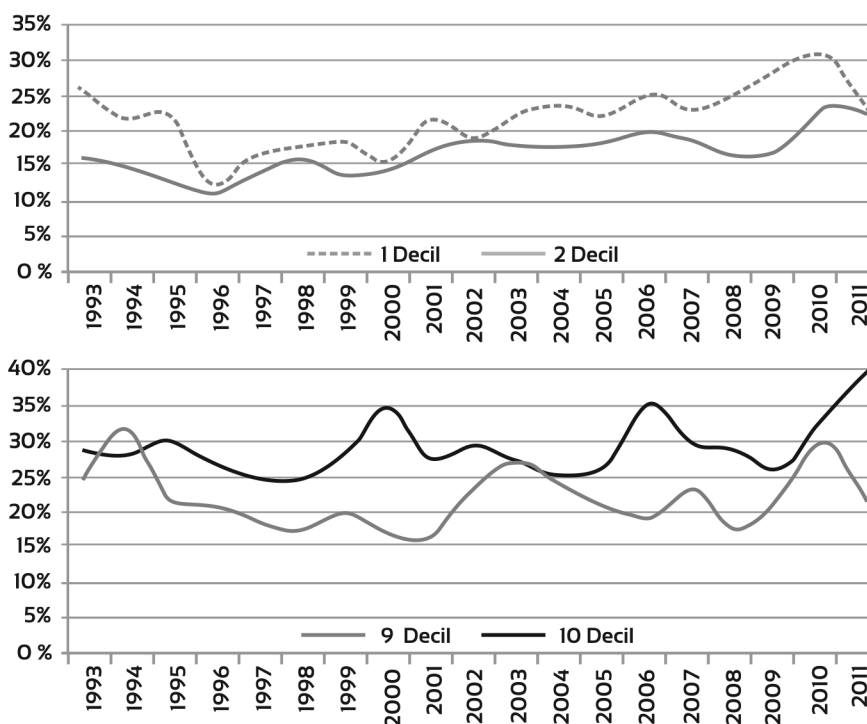
Segundo, también es acreditada la desaceleración del crecimiento del nivel de actividad y demanda agregada en países centrales durante el período post-1980. Este es registrado por estudios recientes, incluyendo los referidos al ES (Maddison, 2001, Gordon, 2014, Barba y Pivetti, 2012).

Resultan menos conocidos, sin embargo, otros signos del deterioro del dinamismo industrial. Por caso, recientemente se ha documentado una caída sostenida de las tasas de creación de nuevas firmas, al punto que, desde 2008 se observa una contracción neta en la cantidad de firmas operando formalmente en la economía estadounidense<sup>7</sup> (Davis y otros, 2007; Decker y otros, 2014). Esto ha producido una pérdida de participación de las firmas jóvenes, que no crecen y mueren tempranamente. Más aún, dicho proceso

se conjuga con el predominio entre los nuevos emprendimientos de estrategias de "subsistencia", donde la creación del negocio es impuesta por la necesidad de obtención de ingresos por parte de sus creadores.

El Gráfico 8 sugiere que el EA también se encuentra asociado a este proceso de pérdida de dinamismo, siendo más pronunciado el crecimiento del EA entre aquellos sectores donde más se desaceleraron las ventas. En este caso, los dos deciles de la muestra con menor tasa promedio de crecimiento de las ventas atravesaron un crecimiento en su EA más acusado que las ramas en los deciles de mayor dinamismo comercial.

Gráfico 8. El exceso de ahorro para diferentes estratos de variación de las ventas.



El Gráfico 8 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de variación de las ventas totales de la rama en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

### e) Volatilidad, competencia y exceso de ahorro

Otro poderoso signo del empeoramiento de las condiciones para la acumulación de capital, que sucede aún con un incremento sostenido de la participación de los márgenes de beneficio, lo constituye el incremento tendencial de la volatilidad de variables ‘fundamentales’, como las ventas, los flujos de fondos o los beneficios. Varios estudios permiten constatar estas tendencias a partir de información financiera y contable. Irvine y Pontiff (2008)<sup>8</sup> muestra que la varianza de los beneficios y las ventas por acción aumentaron a un ritmo del 16 y el 15% anual acumulado, respectivamente, desde 1963 para una muestra de firmas norteamericanas.

Existen argumentos para atribuir el incremento en la volatilidad de estas variables al recrudescimiento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, tanto a nivel internacional como al interior de cada país. Por empezar, la mayor volatilidad se vio acompañada por una pérdida de poder de mercado reflejada en la mayor rotación de firmas líderes al interior de cada rama (en términos de ganancias operativas y participación de mercado), en una menor estabilidad de las posiciones relativas ocupadas en el mercado por cada firma y en una mayor frecuencia en los cambios de precios (Comin y Philippon, 2006). Del mismo modo, los aumentos más pronunciados de la volatilidad se dieron en las ramas que más se expusieron a la competencia a través de la desregulación o de la apertura al comercio internacional (Comin y Philippon, op cit, Irvine y Pontiff, op cit).

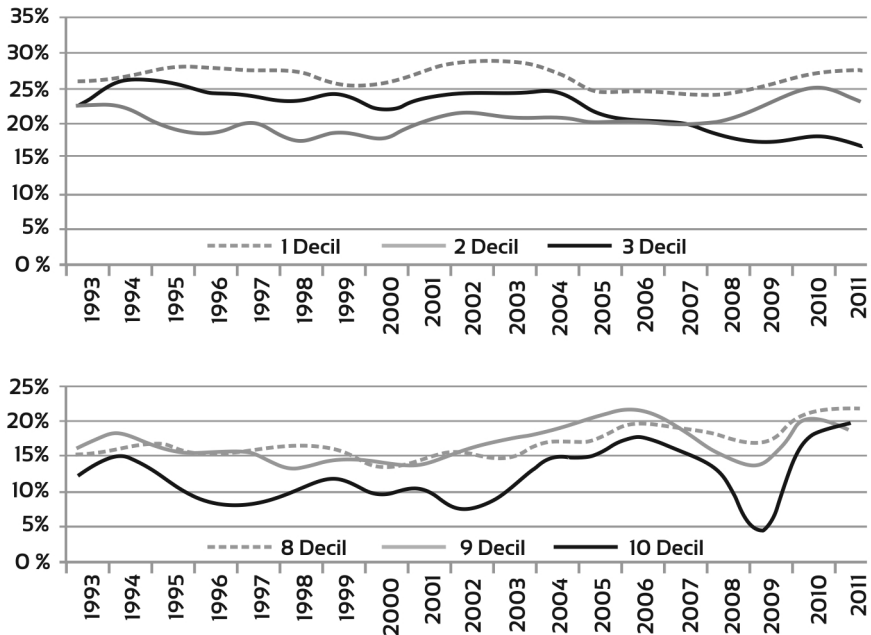
A continuación evaluamos cómo se distribuyó el incremento del EA entre los grupos de ramas de actividad de mayor y menor volatilidad. Como se comentó más arriba, las medidas de volatilidad utilizadas son el coeficiente de variación móvil (CVM) de la participación de las ganancias en el valor agregado y (ii) el CVM del precio relativo de los insumos respecto a la propia producción. El Gráfico 9 indica que el 30% de la muestra con mayor variabilidad de la participación de las ganancias en el ingreso aumentó su EA a un ritmo significativamente superior al 30% de las ramas con menor volatilidad. Tal es así que, comparando los períodos 1993-1995 y 2009-2011, el EA promedio cayó un 1%, subió 18% y cayó 31% para los deciles 1, 2 y 3 respectivamente. Mientras tanto, creció en un 35, 18 y 56% para los deciles 8, 9 y 10. El mismo panorama emerge al considerar la volatilidad de los precios

---

8- Son varios los trabajos que han estudiado el incremento en la volatilidad idiosincrática en el ámbito de las finanzas corporativas, ver Brown y Kapadia (2007) y Wei y Zhang (2006).

relativos de los insumos respecto a los precios de la propia producción en cada rama (Gráfico 10).<sup>9</sup>

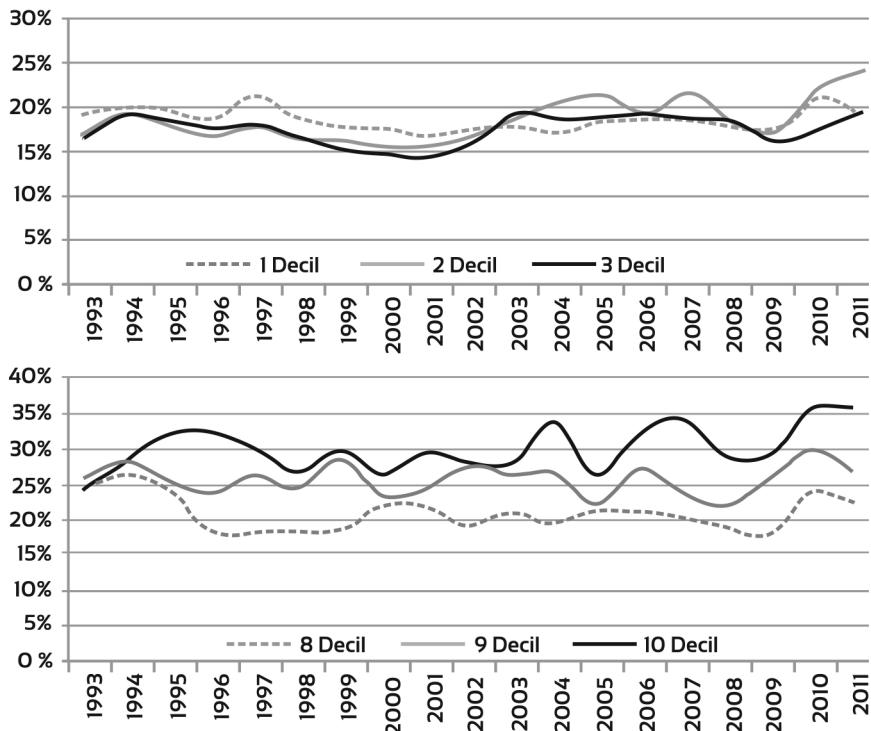
**Gráfico 9.** El exceso de ahorro para diferentes estratos de volatilidad de la participación de los beneficios en el valor agregado.



El Gráfico 9 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de volatilidad, medida según el coeficiente de variación móvil (de 5 periodos) de la participación de las ganancias en el valor agregado, en el periodo 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

9- Inclusive, en una regresión de efectos fijos por rama, y controlando por tiempo y variación de producción, la volatilidad (coeficiente de variación móvil) de los precios relativos muestran un coeficiente positivo y significativo al 5%.

**Gráfico 10.** El exceso de ahorro para diferentes estratos de volatilidad de la participación de los beneficios en el valor agregado.



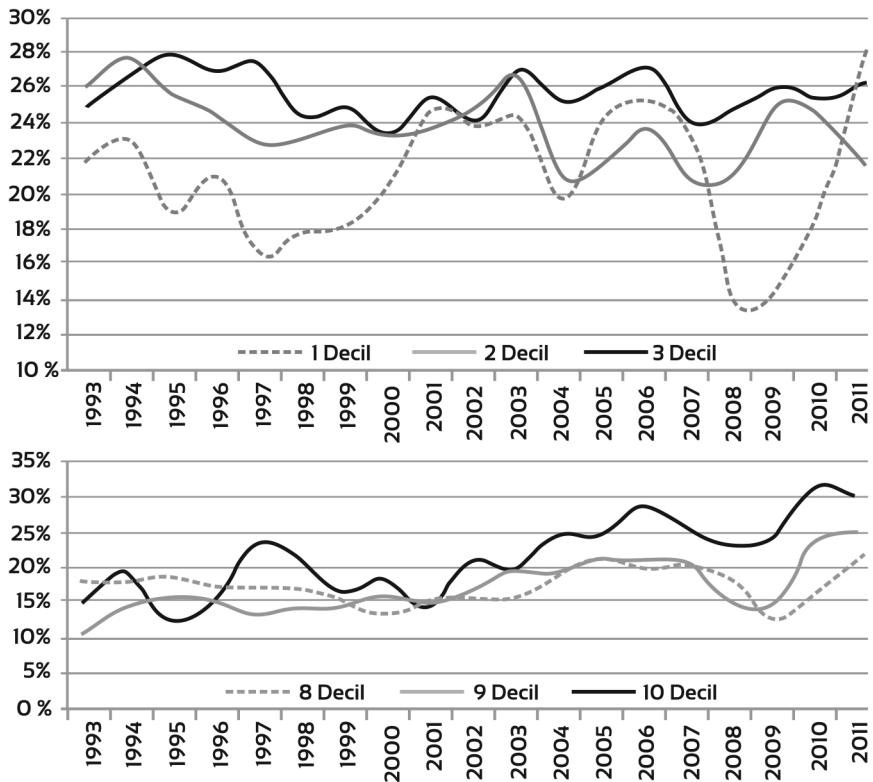
El Gráfico 10 muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de volatilidad, medida según el coeficiente de variación móvil (de 5 periodos) de la participación de las ganancias en el valor agregado, en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

#### f) Concentración industrial y exceso de ahorro

Por último, se presenta la relación del EA con otro fenómeno propio del desarrollo capitalista: el avance de la concentración industrial. La distribución del EA entre las ramas de actividad según el grado de participación de las firmas más grandes (Clase Nacional de Tamaño 5, de 250 empleados o más) sugiere que, si bien tiende inicialmente a ser menor, el EA crece más rápidamente entre los sectores más concentrados. Esto se observa en el Gráfico 11, donde las ramas de ac-

tividad se ordenan de acuerdo con el peso de las empresas de 250 empleados o más en el total de las ventas de la rama. De allí se desprende que el EA creció más rápidamente en los 3 deciles de mayor nivel de concentración que entre las ramas con menor peso de grandes firmas. En los deciles 9 y 10, el EA aumentó un 61 y 96% entre los extremos, mientras que en los deciles 2 y 3 cayó un 5 y 13% respectivamente (aunque en el primer decil aumentó, lo hizo solo un 14%).

**Gráfico II.** El exceso de ahorro para diferentes estratos participación de grandes firmas.



El Gráfico II muestra la evolución de la mediana del EA entre las ramas de actividad que integran cada uno de los primeros tres y los últimos tres deciles de participación de firmas grandes, entendiendo a éstas últimas como las firmas que integran la Clase Nacional de Tamaño 5 (de 250 empleados o más), en el período 1993-2011. Elaboración propia a partir de datos de la OECD.

visualizar a la situación de raquítico o nulo crecimiento económico que reina en los países centrales desde 2008, como un resultado provocado, al menos parcialmente, por la insuficiencia de la acumulación capitalista en relación al potencial que suministran sus ganancias. Se documenta una tendencia sostenida al aumento de tal `exceso de ahorro´ corporativo, desde hace más de tres décadas, mostrando inclusive que se trata de un proceso difundido entre una generalidad de sectores de actividad económica.

Inclusive, aun cuando el análisis gráfico no avala la formulación de relaciones de causalidad ni permite medir el impacto relativo de cada uno de los efectos que aquí se examinan, el material empírico revisado permite postular como hipótesis plausible que tal tendencia al exceso de ahorro resulta, al menos parcialmente, de un conjunto de alteraciones sufridas por la acumulación de capital en tales países desde 1980 en adelante. Por un lado, el exceso de ahorro se ha vuelto a la larga más agudo en aquellas ramas más implicadas con la reducción del costo laboral y la intensificación de sus relaciones económicas internacionales. Esto es, dos de los procesos centrales con los que el empresariado consiguió dar una salida a la profunda crisis capitalista de mediados de los ´70, terminan ahora asociados a la generación de un exceso de ahorro que empuja a las economías hacia el estancamiento y la inestabilidad financiera.

Segundo, ese exceso de ahorro también ha proliferado en aquellas ramas más aquejadas por la acentuación de rasgos típicos del desarrollo capitalista desde 1980, como son la sobreacumulación de capital y la pérdida de dinamismo industrial, el ascenso de una competencia más cruenta que eleva la volatilidad del entorno operativo de las firmas, y la concentración industrial.

En suma, si la actual situación de estancamiento ha de ser atribuida a un exceso de ahorro, entonces el exceso de ahorro capitalista, retenido en el propio ámbito empresarial, que hace décadas persiste en la escena económica de países centrales, no puede faltar como pieza central de tal explicación. Por consiguiente, tampoco puede eludirse el papel protagónico que han adquirido en la gestación de tal desbalance las grandes transformaciones centrales que asumió el desarrollo capitalista en estos países tras la "superación" de la crisis de los ´70.

## 6- Referencias Bibliográficas

Arceo, E. (2011), *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*, Buenos Aires: Cara o Ceca.

Barba, A., Pivetti, M. (2012). Distribution and accumulation in post-1980 advanced capitalism. *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, Autumn, 126–142.

Blanchard, O. (1997). The Medium Run. *Brookings Paper on Economic Activity*. N°2, 89-158.

Blonigen, G., Wilson, W. (2010) Foreign subsidation and excess capacity. *Journal of International Economics*, Vol. 80, 200-211.

Brenner, R. (2002). *The boom and the bubble. The US in the world economy*, New York: Verso.

Brown, G., Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, 84, 358-388.

Caballero, R., Farhi, E. (2014). On the role of safe assets shortages in Secular Stagnation. En en Teulings,C, Baldwin, R., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres: CEPR Press.

Caballero, R., Hammour, M. (1998). Jobless Growth: Appropriability, Factor Substitution, and Unemployment. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48 (1), 51-94.

Comin, D., Phillipon, T. (2006). The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences. En Gertler, M., Roggoff, K., *"NBER Macroeconomics Annual 2005, Volume 20"*, Cambridge: MIT Press.

Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin y R., Miranda, J. (2007), "Volatility and Dispersion in Business Growth Rates: Publicly Traded versus Privately Held Firms." En Acemoglu, D., Rogoff, K. y Woodford, M., *NBER Macroeconomics Annual 2006*. Cambridge: MIT Press.

Decker, R., Haltiwanger, J., Jarmin y R., Miranda, J. (2014), *The secular decline in business dynamics in the U.S.* Recuperado el 15 de Enero de 2015 de <http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/appliedecon/pdf/Haltiwanger-secular.pdf>

Fondo Monetario Internacional (2006). Awash with Cash: Why are Corporate Savings So High?.En FMI, *World Economic Outlook*, Abril, p.135-159. Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.

FMI (2007). The globalization of labour. En FMI, *World Economic Outlook*, Abril, p. 161-192. Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.



FMI (2014). Prospective on Global Real Interest Rates. En FMI, *World Economic Outlook*, Abril, p. 81-112. Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.

Giovannoni, O. (2014). "What Do We Know About the Labor Share and the Profit Share? Part II: Empirical Studies," *Economics Working Paper Archive WP 804*, Levy Economics Institute.

Glyn, A. (2006) *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*, Oxford-New York: Oxford University Press.

Gordon, R. (2014). *The demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal and Reflections*. NBER Working Paper Series, N°19865. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Hansen, A. (1938). *Full Recovery or Stagnation?*. Nueva York: W. W. Norton, Incorporated.

Harvey, D. (2005). *A brief history of neoliberalism*, Oxford : Oxford University Press.

Harvey, D. (2006). *The limits to capital*. Londres-Nueva York: Verso.

Hobson, J. A. (1902). *Imperialism. A Study*. Londres: Allen and Unwin.

Humphrey, J., Memedovic, O., (2003). *The Global Automotive Industry Value Chain: What Prospects for Upgrading by Developing Countries*. Sectoral Studies Series. Viena: United Nation Industrial Development Organization.

Institute of International Finance (Diciembre de 2014), *Business Investment in the G7: Coming out of the Doldrums?*. Recuperado el 15 de Enero de 2015 de <https://www.iif.com/publication/research-note/business-investment-g7-coming-out-doldrums>

Irvine, P., Pontiff, J. (2008). Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *Review of Financial Studies*, 22, 1149–1177.

Johnson, L. (1987). Excess Capacity in international telecommunication. *Telecommunications Policy*, Septiembre.

Koo, R. (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. En Teulings,C, Baldwin, R., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres: CEPR Press.

Krugman, P. (2014). Four observations on secular stagnation. En Teulings,C, Baldwin, R., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres: CEPR Press.

Lipietz, A. (1987). *Mirages and Miracles. The crisis of global fordism*. Londres: Verso.

Lucarelli, B. (2015). The crisis of over-acumulation in Japan, *Journal of Contemporary Asia*, 45 (2), 311-325.

Maddison, A., (2001). *The World Economy. A Millenian Perspective*. Development Center Studies. París: Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

Malthus, R. (1998[1798]). *Essay on the Principle of Population*. Londres: Electronic Scholarly Publishing Project.

Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37 (3), 420-451.

Organization for Economic Cooperation and Development (2007). Corporate Savings and Investment: Recent Trends and Prospects, *OECD Economic Outlook*, Vol. 82, 1-23.

Podkaminer, L. (2015). The euro area's secular stagnation and what can be done about it. A post-Keynesian perspective, *Real-World Economic Review*, N°70, 2-16.

Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill.

Shaikh, A. (2006 [1991]). *Valor, Acumulación y Crisis. Ensayos de Economía Política*, Buenos Aires: Ediciones RyR.

Sismondi, J. C. (1971[1819]). *Nouveau Principes d'Économie Politique*. Paris: Calman-Levy.

Sterling, C. (2006). *Shaping American Telecommunications: A History of Technology, Policy, and Economics*. Nueva Jersey-Londres: Lawrence Erlbaum Associates.

Summers, L (2013). "IMF Economic Forum: Policy Responses to Crises", discurso en el *IMF Fourteenth Annual Research Conference*, Washington, DC, Noviembre, 9. Recuperado el 15 de Enero de 2015 de <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>

Summers, L (2014a). "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound", *Business Economics*, 49(2), 65-73.

Summers, L. (2014b). Reflections on the new Secular Stagnation Hypothesis. En Teulings, C, Baldwin, R., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Londres: CEPR Press.

Sweezy, P., Magdoff, F. (1987). *Stagnation and Financial Explosion*, Nueva York: Monthly Review Press.

Wei, S., Zhang, C., (2006). Why Did Individual Stocks Become More Volatile? *The Journal of Business*, 79 (1) 1, 259-292.