

## La especulación, la crisis económica y los límites medioambientales

Emèrit Bono

*Emèrit Bono es catedrático de Economía Aplicada (Política Económica) en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universitat de València, con una dilatada trayectoria académica y docente.*

*Ha publicado diversos libros y multitud de artículos en revistas especializadas. Ha sido diputado por Valencia en el Congreso de los Diputados y también consejero de Administraciones Públicas y de Medio Ambiente en los gabinetes de Joan Lerma como presidente de la Generalitat Valenciana. Se ha interesado por cuestiones de desarrollo económico, políticas económicas públicas y sostenibilidad. Fruto de esta preocupación ambientalista, creciente en su trayectoria académica, es la investigación pionera (codirigida con Ernest Garcia y Ricardo Almenar), La sostenibilidad del desarrollo. El caso valenciano (PUV, 2000).*

Vivimos tiempos complejos y difíciles. La crisis financiera pronto incidió sobre la economía real generando un fuerte desempleo y caída de la actividad productiva. El PIB mundial se contrajo un 6,25% a lo largo de los cuatro trimestres del año 2008 y siguió cayendo en el año 2009.

Intentaré ofrecer aquí algunos elementos que puedan ser útiles para poder navegar en el proceloso y movidas aguas del mar enfurecido de la crisis. Crisis que ha sido generada por el propio sistema, sin que interviniera shock externo alguno.

El mejor diagnóstico del fracaso del sistema de mercado que la crisis económica ha puesto de manifiesto, se lo he leído, curiosamente, a un miembro de la Cámara de los Lores británica y par vitalicio, Robert Skidelsky. Tipifica tres clases de fracasos. El primero fue institucional: los bancos se transformaron de empresas públicas en casinos. Sin embargo, lo hicieron porque ellos, sus reguladores y los diseñadores de la política que están por encima de los reguladores, sucumbieron a la visión de que los mercados financieros no podían equivocarse al fijar el precio de los activos y, en consecuencia, no necesitaban apenas regulación (hipótesis del mercado eficiente).

El segundo fracaso fue intelectual: detrás de la idea del mercado eficiente se encuentra el fracaso intelectual de la economía dominante. Esta no pudo prever o explicar el cataclismo porque la mayoría de los economistas estaban comprometidos con la opinión de que los mercados, tarde o temprano, se regulan a sí mismos.

El fracaso moral, por último, de un sistema basado sobre una deuda desorbitada. En el corazón de este fracaso se encuentra la adoración del crecimiento económico como un fin en sí mismo, más que como un modo de alcanzar la buena vida. Por consiguiente, se da una absoluta prioridad a la eficiencia económica –los medios para el crecimiento económico– en nuestro pensamiento y en la política.

Nada mejor que empezar con este diagnóstico poco complaciente con el sistema de mercado. Aquí se abundará en muchos aspectos de aquel diagnóstico, si bien se matizarán algunas cuestiones y se profundizará en otras. Así, describo la crisis financiera, enfatizando el papel que en ella han ejercido los desequilibrios externos y el aumento de los precios de las materias primas. Analizo, a continuación, el fracaso de los instrumentos de la economía convencional en prever, detectar y explicar aquella crisis. Finalmente, en los dos últimos apartados intento dar algunos elementos para una explicación alternativa. En concreto, el papel funcional del efecto riqueza de la burbuja especulativa en la resolución de las tensiones sociales que provoca la cada vez mayor desigualdad en la distribución de la renta; pero, a la vez, aquel mismo proceso genera una gran degradación de los ecosistemas con su consecuente implicación en las políticas ambientales. Todo ello pone en cuestión el actual modelo de crecimiento.

## INICIO DE LA CRISIS

La crisis económica que estalló en 2007-2008 es fácil de entender a grandes rasgos. Se había construido una pirámide global invertida de deuda bancaria y de las economías domésticas sobre una estrecha gama de activos subyacentes, los precios de las viviendas en EEUU. Cuando empezaron a caer, el globo de la deuda empezó a deshincharse, al principio, en forma lenta, y finalmente, a una velocidad arrolladora. Muchos de los préstamos bancarios se habían concedido a los prestatarios de hipotecas *subprime*, esto es, a prestatarios con escasas perspectivas de reembolso.

De repente, los bancos se encontraron con que sus inversiones (crediticias y titulaciones) disminuían de valor; con sus inversiones dañadas en una magnitud desconocida, dejaron de prestarse mutuamente y de prestar a sus clientes. Era la «crisis de liquidez», que pronto iba a ser seguida por la «crisis de solvencia», mientras su base se reducía con respecto a sus pasivos.

Todo se desarrolló muy rápido: los precios de las materias primas comenzaron a caer en julio del 2008; la pérdida de confianza consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre, provocó la caída de la Bolsa. Todo ello arrastró la caída de la economía, dando lugar a unas condiciones generalizadas de recesión en todo el mundo, que se agravó a lo largo de 2009.

El detonante de la crisis fue el colapso de la burbuja inmobiliaria. En efecto, los precios de las viviendas americanas aumentaron un 124 por 100 entre 1997 y 2006, mientras que el índice S&P 500 caía un 8 por 100; la mitad del crecimiento estadounidense en 2005 estaba relacionado con la construcción. El precio medio de una vivienda estadounidense, que durante mucho tiempo estuvo rondando en torno al triple del salario medio, en 2006 fue 4.6 veces dicho salario.

Por otro lado, las entidades privadas que concedieron créditos hipotecarios, tras agotar la demanda de hipotecas normales, solventes especialmente entre la clase media, empezaron a absorber las famosas «Ninjas» (solicitantes de créditos que no tenían ingresos, trabajo, ni riqueza alguna para responder) atraídos por los incentivos: tipos de interés introductorios muy bajos, casi cero, y variables (el famoso *adjustable-mortgage rate*, ARM) que se incrementarían bruscamente una vez transcurridos uno o dos años. Con el nivel de morosidad en mínimos históricos entre 2002 y 2005, parecía que esta ampliación de los créditos hipotecarios tenía escaso riesgo, aun cuando una tercera parte de los créditos *subprime*, se concedieron por el 100 por ciento o más, del valor de la vivienda, y por un montante seis veces superior a los ingresos anuales del prestatario. En 2006, más de una quinta parte de las nuevas hipotecas, unos 600.000 millones de dólares, eran *supprime*. A finales de 2007, las hipotecas *subprime* suponían dos billones de dólares.

Pues bien, el detonante que hizo estallar la burbuja fue la caída de los precios de la vivienda en la segunda mitad de 2006. Ello supuso que en el año 2007 los impagos y la liquidación de préstamos en el sector *subprime* americano empezaran a aumentar. Como se ha dicho, las pérdidas en *subprime* fueron en 2007 «una bala que hirió de gravedad a los bancos».

El estallido de esta burbuja inmobiliaria en EEUU provocó que la crisis se expandiera a todo el mundo a través del mercado americano de hipotecas *subprime* que dieron origen

a los denominados «activos tóxicos» que llegaron a dominar los balances de algunos bancos de EEUU y otros países de las áreas desarrolladas y en desarrollo. Sin embargo, ¿qué condiciones económicas posibilitaron la generación de aquella burbuja? ¿Qué innovaciones financieras facilitaron los procesos especulativos? ¿Qué papel jugaron las autoridades monetarias? ¿En qué medida la teoría económica convencional nos sirvió para interpretar los nuevos fenómenos del mercado financiero? Los problemas monetarios-especulativos ¿tienen algún tipo de vinculación a los límites de los recursos naturales? Todas estas cuestiones serán objeto de desarrollo en este estudio.

Pero empecemos con la posición de Martin Wolf (2008), quien se adelantó con una doble interpretación de cómo se generaron aquellos procesos especulativos. Por un lado, la teoría del exceso de oferta de dinero y, por otro, del exceso de ahorro. En la primera, acusa a Alen Greenspan, presidente de la Reserva Federal en los años decisivos, hasta 2005, de haber mantenido el dinero demasiado barato durante demasiado tiempo, generando una burbuja que bombeó hasta su estallido. La segunda, argumenta que fue el exceso de ahorro chino, y no Greenspan, lo que provocó la orgía de gasto americano alimentado por deuda.

Esta descripción del columnista británico nos permite entrar en precisiones mayores. En esta primera explicación abordaremos el papel ejercido por los desequilibrios externos y la elevación del precio de las materias primas, especialmente el petróleo y su incidencia en la crisis.

#### LA CRISIS FINANCIERA Y LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS GLOBALES

En general se admite que una de las principales causas macroeconómicas que ha dado origen a la crisis financiera son los desequilibrios globales en sus balanzas de pagos por cuenta corriente. Como bien observa Guillermo de la Dehesa, «la causa no sólo ha sido el creciente desequilibrio de los flujos anuales por cuenta corriente entre unos países y otros, sino también y especialmente los stocks acumulados de reservas por aquellos que tenían un exceso de ahorro sobre su inversión, y de deuda, por aquellos que tenían un exceso de inversión sobre su ahorro».

Este proceso ha producido una serie de problemas de sumo interés. Según ha señalado Portes (2009), el primero ha sido la enorme dispersión en valores absolutos de dichos desequilibrios. En el año 2008, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos era de 600.000 millones de dólares y el superávit de los países emergentes y exportadores de materias primas y petróleo era de 900.000 millones de dólares. El trasvase de este enorme exceso de ahorro de los países emergentes a Estados Unidos y otros países desarrollados con déficit de ahorro tales como el Reino Unido, España y Australia ha supuesto una operación financiera de reciclaje de fondos muy importante que ha producido distorsiones en los mercados financieros.

El segundo problema ha sido que dichos flujos de capital han ido en el sentido contrario al que deberían, han fluido desde los países en desarrollo a los desarrollados en lugar de ir de los países desarrollados a los países en desarrollo (según la teoría convencional). Además, precisa Portes, que los desarrollados han invertido en otros desarrollados y los en desarrollo, con mayores incrementos en productividad, han invertido en los países con menores incrementos de productividad. En tercer lugar, aquellos flujos

de los países en desarrollo a los desarrollados han ido desde el sector público de los primeros a los sectores públicos y privados de los países desarrollados.

Brenner (2009) abunda en una dirección semejante a la de Portes, si bien introduce algunas explicaciones de aquellos flujos de capital que, a mi juicio, son más precisas. Según Brenner, y para el periodo 2001-2007, mientras el déficit por cuenta corriente estadounidense alcanzaba récords año tras año, y el déficit federal se disparaba, los gobiernos de Asia oriental (particularmente China) realizaron compras cada vez mayores de activos, acciones y títulos públicos denominados en dólares, con la finalidad de mantener bajo el tipo de cambio de sus monedas, y reducir el coste del endeudamiento en Estados Unidos y, con ello, acrecentar su propia competitividad, así como, indirectamente, subvencionar la demanda de sus exportaciones. Al mismo tiempo, aquella entrada de capitales vía compra de activos posibilitaba que la oferta de crédito siguiese aumentando, abaratando el coste del endeudamiento.

La explicación que dieron los presidentes de la Reserva Federal, tanto Alan Greenspan como Ben Bernanke, de la contención de los tipos de interés a largo plazo era que se debía a una superabundancia del ahorro a escala mundial, originada en Asia oriental. Interpretaron, según Brenner, el creciente endeudamiento y consumo estadounidense en términos de una parquedad peculiar (por no decir irracional) del consumo de Asia oriental, que obligaba a las autoridades económicas americanas a mantener bajos los tipos de interés con el fin de mantener la relación de la economía estadounidense y la asiática. «Asia oriental nos lo impone».

Para Brenner, por el contrario «no había una tendencia global a ahorrar, sino una menor tendencia a invertir en casi todo el mundo excepto China». Fueron, de hecho, la agravación del largo declive económico en los países capitalistas avanzados, y el impulso de los Estados de Asia oriental con su peculiar desarrollo basado en las exportaciones, los factores que provocaron la continua reducción hasta 2005-2006 de los tipos de interés reales a largo plazo que posibilitó la recuperación estadounidense y global.

Con estas matizaciones brennerianas obtenemos una visión más funcional-causal de la interacción entre los déficits de la balanza de pagos por cuenta corriente, el déficit presupuestario y los stocks acumulados de reservas y su incidencia en la conformación del mercado financiero, consecuencia de la masa de ahorro internacional generada y que ayudó a conformar la burbuja especulativa. Más adelante abundaremos en estas cuestiones.

#### EL ÍNDICE DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LA CRISIS ECONÓMICA

Según el FMI, el índice general de precios de las materias primas (combustibles más no combustibles) alcanzó en julio del año 2008 un máximo de 218 (en 2005 era de 100), cayó a su nivel más bajo en diciembre (98), recuperándose en enero del año 2009 a un nivel de 102, volviendo a caer de nuevo en marzo a 100. Esa caída de precios después del boom económico-especulativo del periodo 2001-2007 no era de extrañar. Como en otras ocasiones, habían descendido mucho más que los precios industriales dado que en este mercado, cuando la demanda cae, la oferta no puede ajustarse con rapidez.

La anterior explosión de precios estuvo propiciada, fundamentalmente, a partir de las prósperas economías de Asia oriental, y de la especulación, que se cebó sobre las materias primas. Así, el consumo chino de petróleo aumentó en 870.000 barriles por día en

2006-2007. Por otro lado, la especulación produjo la llamada punta de 2008 cuando el crudo alcanzó los 150 dólares por barril. Este proceso especulativo también alcanzó al mercado de otras materias primas. Mucha gente no compraba el crudo para consumirlo, sino para revenderlo en refinerías en una fecha posterior. Estos mecanismos no hacían más que encarecer el coste de los recursos... pero si las expectativas de una demanda global futura disminuían, ello había de incidir en una reducción de los precios.

Lo que sucedió es muy claro. Las expectativas de una demanda futura significativamente menor pincharon la burbuja de las materias primas. Negociantes e inversores vendían materias primas y convertían sus posiciones en efectivo. He aquí la causa de que los precios cayeran con tanta rapidez cuando se produjo la quiebra de Lehman Brothers. En ese momento, los tipos de interés en los mercados emergentes se elevaron mucho y todas las monedas cayeron con respecto al dólar y al yen cuando los especuladores buscaron refugio seguro para su dinero.

No obstante, también la secuencia de una economía en ascenso que aumentaba la demanda de las materias primas generando un aumento del precio de las mismas, ha sido interpretada como una de las causas fundamentales de la actual crisis. En especial, el encarecimiento del petróleo y la incidencia que este hecho sigue teniendo en las economías desarrolladas y emergentes.

Según Jeff Rubin (2009) el epicentro de la actual recesión no está en los inicios de la caída del precio de la vivienda, sino en la caída en picado de las ventas de automóviles. Esos bajos niveles de ventas, no tienen que ver con las hipotecas *subprime* ni con el impago de los títulos de deuda con garantía. Tienen que ver con los precios de la gasolina, que el fin de semana del Memorial Day de 2008 subieron hasta 1,05 dólares el litro, con lo que el estadounidense medio se encontró que, para llenar el depósito de su todo terreno, tenía que pagar más que por la cesta de compra semanal. Por ello, añade Rubin, «lo que echó abajo a la economía global fue el precio del petróleo, y no las delictivas hipotecas *subprime*».

¿Cómo suceden estos hechos? Rubin constata la interrelación existente entre el precio del petróleo, la inflación y los tipos de interés. Así, una energía barata significa un transporte barato, lo que, a su vez, da acceso a los consumidores occidentales a productos que proceden de países de mano de obra barata. Y esto significa poca inflación, lo que posibilita tipos de interés bajos. Por ello, quienes realmente lucharon contra la inflación hasta derribarla no fueron los directores de los bancos centrales, como Alan Greenspan, sino el petróleo barato y los negociadores comerciales.

Ese petróleo barato que genera menos inflación, y por tanto, tipos de interés bajos sin precedentes así como facilidades para la obtención de créditos fueron esenciales para crear las condiciones del desarrollo del mercado de las hipotecas *subprime* de Estados Unidos.

Sin embargo, observa Rubin, de enero de 2004 a enero de 2006, la subida del precio del barril de petróleo de 35 a 68 dólares generó inflación energética, medida según el IPC de Estados Unidos, desde menos del 1% que se había medido año tras año hasta todo un 35%. Junto con un aumento asociado de los precios de los alimentos, los disparados costes de la energía (recordemos que el precio del barril de petróleo llegó a 150 dólares

a mitad del año 2008) llevaron la tasa de inflación de los precios al consumo desde menos del 2% a casi el 6% durante el verano de 2008.

Mientras el precio del petróleo avivaba la llama de la inflación, los tipos de los fondos federales iniciaron una escalada sin descanso desde un 1% a principio del 2008 a más del 5% en 2007. Y los tipos se mantuvieron a ese nivel un año más hasta que la economía entró en recesión. Pero en el momento en que los tipos de interés estaban poniéndose al día con la inflación, llegó toda una montaña de hipotecas *subprime* que había que refinanciar, y esta refinanciación tenía un coste de casi el doble de lo que pagaran al obtener la hipoteca. El resto es historia. El pinchazo de la burbuja crediticia de las hipotecas *subprime* se ha convertido en el peor crack inmobiliario de Estados Unidos desde la Segunda Guerra Mundial, y en la peor crisis bancaria desde la Gran Depresión.

O sea, según este análisis la elevación del precio del petróleo constituye la clave de bóveda del aumento de los tipos de interés y sus consecuencias en el mercado financiero. Si el precio del barril de petróleo se hubiera mantenido entre 20 ó 39 dólares, dice Rubin, que es donde estaba a principios de esta década, la inflación nunca hubiera subido, como no lo habrían hecho los tipos de interés y habríamos seguido en un mundo de dinero y crédito fáciles.

#### LA CRISIS Y LA VIGENCIA DE LA TEORÍA ECONÓMICO AL USO

Creo de interés traer a colación una cita de Krugman (2010): «desde un punto de vista económico yo propondría que llamásemos a la década pasada el Gran Cero. Ha sido una década en la que no ha pasado nada bueno, y ninguna de las cosas optimistas en las que se suponía que creíamos ha resultado cierta». Y especifica: «ha sido una década con una creación de empleo prácticamente igual a cero»; «ha sido una década de mejoras económicas cero para las familias de a pie»; «ha sido una década de beneficios cero para los propietarios de vivienda... casi una cuarta parte de todas las hipotecas de Estados Unidos y el 45% de las hipotecas de Florida se han ido a pique, y los propietarios deben más de lo que valen sus casas»; «ha sido una década de ganancias cero en la Bolsa incluso sin tener en cuenta la inflación».

Precisamente la observación de Krugman de que «ninguna de las cosas optimistas en las que se suponía que creíamos ha resultado cierta» viene como anillo al dedo para introducirnos en el fiasco de la teoría económica moderna. En esta dirección voy a ofrecer algunos elementos que nos permitan barruntar la encrucijada en que se mueve la economía convencional.

Briter (2009) ha señalado que los teóricos neoclásicos y neokeynesianos más influyentes trabajan por igual en un paradigma de mercados completos, aproximadamente, y suponen que los mercados existen en toda contingencia posible. Por ello, y en esta situación, «el impago, la quiebra y la insolvencia son imposibles» (Briter). Piensa que están mal equipados para explicar lo que está sucediendo. Es más, y peor todavía, la influencia que ejerce este paradigma sobre los diseñadores de políticas ha contribuido a generar un sistema que es ineficiente, injusto y propenso a frecuentes colapsos.

En general los economistas admiten que las tres premisas interrelacionadas de la macroeconomía neoclásica son la hipótesis de las expectativas racionales, la teoría del ciclo económico real y la teoría del mercado eficiente. Veamos brevemente qué dice

esta última, en tanto implica a los otros dos, y también porque se aplica en los modelos de interpretación de los mercados financieros.

La teoría del mercado eficiente parte del hecho de que el mundo del futuro se conoce perfectamente. Sin embargo, lo que se conoce no es lo que ocurrirá con certeza, sino el riesgo de que ocurra, que es mensurable. La teoría del mercado financiero eficiente afirma que los precios de los instrumentos financieros, acciones, títulos y deudas, representan la mejor valoración posible de los riesgos inherentes a la propiedad y titularidad de este tipo de activos, tomando la información disponible, tanto pública como privada. Se supone así que diferentes instrumentos financieros podrían proporcionar diferentes tipos de beneficios dependiendo de su grado de riesgo.

Los modelos de gestión del riesgo se establecen dentro de una gama de probabilidades de los acontecimientos futuros. Dicho en otras palabras, la distribución de los rendimientos del pasado nos proporciona un abanico de incertidumbre sobre los rendimientos futuros. La distribución de los resultados se mide mediante la desviación estándar o la varianza y la representación gráfica de la distribución del riesgo es captada mediante una curva de tipo campana de Gaus.

Fisher Black, coinventor de uno de los instrumentos financieros más intensamente utilizados en el mundo de las finanzas, la fórmula Black-Scholes de fijación de precios de las acciones, teorizó sobre la hipótesis de los mercados eficientes. Dice: «Podríamos definir un mercado eficiente como aquel en el que el precio está dentro de un intervalo del valor de factor 2, es decir, el precio es más de la mitad del valor y menos de dos veces el valor [...]. Según esta definición, creo que todos los mercados son eficientes casi todo el tiempo. 'Casi todo' significa al menos el 90 por 100».

Muchas personas consideraron que unos parámetros tan amplios representaban un concepto de eficiencia muy laxo. Sin embargo, para Black el precio de mercado oscilaba alrededor del precio de eficiencia.

En cualquier caso, la crisis del sistema financiero actual ha puesto de relieve la incapacidad de la teoría de los mercados eficientes como instrumento para interpretar y predecir la marcha de la economía financiera. ¿Qué es lo que ha fallado de aquella teoría? ¿Son fallos coyunturales o van más allá, afectando a los pilares del edificio teórico? Veámoslo.

En primer lugar, en los mercados eficientes se utiliza el método de cálculo actuarial para evaluar el riesgo de que algo ocurra, y dicho método es aplicado por las compañías de seguros de vida. Sin embargo, la analogía entre los modelos actuariales de vida, propiedad y seguro de accidentes por un lado, y el seguro de derivados complejos es falsa. Las compañías de seguros de vida pueden calcular correctamente las primas que necesitan para cubrir los pagos, pero los aseguradores, que confían en una falsa analogía con la esperanza de vida han ido más allá del riesgo actuarial.

En efecto, cuando se ofrecen seguros a todo tipo de riesgo: riesgo crediticio, riesgo de liquidez, riesgo de mercado, riesgo político, riesgo de cumplimiento, riesgo de reputación, pensando que se pueden aplicar los cálculos actuariales del seguro de vida, se comete el error de confundir el riesgo con la incertidumbre. Y la incertidumbre, según Keynes, es una situación a la que no se puede asignar ninguna probabilidad. La mayoría de riesgos antes apuntados caen dentro del concepto de incertidumbre. Así, si habla-

mos de riesgo político tendríamos que hablar de incertidumbre política. Sencillamente, no sabemos cuál es la probabilidad de la futura dirección de la política, económica y general, de Rusia.

Por tanto, el uso de la palabra riesgo para cubrir acontecimientos fortuitos que no pueden asegurarse transmite una precisión falsa, que conforta a los mercados, pero que no tiene ninguna base en la ciencia, como afirma Skidelsky.

En otra dirección, y en segundo lugar, constituye artículo de fe en estos modelos de gestión que la diversificación reduce el riesgo: cuando mantenemos muchos activos, los riesgos inherentes a cada uno de ellos tienden a anularse mutuamente, siempre y cuando no estén relacionados entre sí. Sin embargo, estos modelos ignoraron la posibilidad de una correlación casi completa en el movimiento de los riesgos, típicos de un auge o de una crisis. Y esto es lo que sucedió a lo largo del año 2008: de repente, el 10 por 100 de los riesgos se convirtió en el 90 por 100 o más, y todo ello al mismo tiempo.

Estas tendencias del mercado que se refuerzan mutuamente, llevando a movimientos acumulativos en una u otra dirección, encuentra una buena base interpretativa en la teoría de G. Soros (2008) sobre la *reflexibilidad*. Esta teoría sostiene que «los hechos sociales son radicalmente diferentes de los fenómenos naturales; tienen participantes racionales cuyas visiones sesgadas y falsas creencias introducen un elemento de incertidumbre en el curso de los acontecimientos. Consecuentemente, el curso de los acontecimientos sigue un camino unidireccional que no está determinado con anterioridad por leyes universalmente válidas, sino que surge de la interacción reflexiva entre la perspectiva de los participantes y el estado real de los acontecimiento».

Por ello el paradigma actual que afirma que los mercados financieros tienden al equilibrio, es un tanto falso y equivocado. «Niegan la posibilidad de que las desviaciones se refuercen a sí mismas en el sentido de que pueden alejarse del equilibrio teórico. Cuando eso sucede, el cálculo del riesgo y las técnicas comerciales basadas en estos modelos tienden a sufrir un colapso. En 1998, Long-Term Capital Management, un *hedge fund* muy endeudado que empleaba esas técnicas comerciales... se topó con problemas y tuvo que ser rescatado con la ayuda de la Reserva Federal de Nueva York».

Se podrían dar otros argumentos de por qué ha fallado la teoría del mercado eficiente. Creo que son suficientes como botón de muestra de las insuficiencias de esa teoría.

#### LA BURBUJA ESPECULATIVA Y EL EFECTO RIQUEZA

Pretendo explicar ahora cómo la burbuja especulativa ha estimulado la demanda de hogares y empresas a través del efecto riqueza que produce. El aumento sistemático del valor de los activos de todo tipo –especialmente las viviendas– que genera aquella burbuja, impulsa un gran endeudamiento de los hogares y empresas financieras. Aunque utilizaremos datos estadounidenses, se pueden inferir comportamientos semejantes en el entorno de las economías capitalistas avanzadas, especialmente el Reino Unido, Irlanda, España y Australia.

Según los datos del Flow of Funds de la Reserva Federal, la deuda total en la economía estadounidense creció desde el 252.3 por ciento del PIB en 1997 al 335.6 en el año 2007, registrando dicho aumento en el sector hogares y en el financiero. La deuda de los hogares pasó del 66.1 por 100 del PIB al 97.9 por 100, pero el crecimiento más rápido fue el

registrado por la deuda asumida por los bancos y otras entidades financieras, que pasó de representar un 63.8 por 100 del PIB en 1997 a un 113.8 en 2007. Estos incrementos de la deuda fueron alimentados por sucesivas burbujas de activos (Robin Blackburn, 2008).

Muchos se preguntan cómo es posible un endeudamiento tan grande por parte de la población –especialmente la anglosajona– que supera al de la Gran Depresión. La respuesta, según Ben Funnell (2009), es que era la única forma de mantener el nivel de vida de la mayor parte de la población cuando la riqueza estaba concentrándose en manos de una élite.

Esta concentración era, a su vez, el resultado de haber mantenido los mercados con escasa regulación, que posibilita que los ricos puedan ser más ricos y los demás no. Así, en términos de renta ajustada por la inflación, el 25 por ciento mejor pagado de los estadounidenses había aumentado dicha renta un 60 por ciento desde 1970 al año 2003, mientras para la mayoría del 75 por ciento restante había caído más de un 10 por 100. La familia Walton, prosigue Ben Funnell, dueña de Wal-mart es más rica que el tercio más bajo de la población americana junta, o sea, que 100 millones de personas.

El endeudamiento de la mayor parte de la población con tipos de interés muy bajos y con una política de promover la propiedad de la vivienda con la ayuda de los bancos y el soporte de las agencias patrocinadas por el gobierno es lo que ha hecho posible el que no se produjera una revolución social (Funnell). Por tanto, era necesario que los tipos se mantuvieran muy bajos para evitar que dicho endeudamiento produjese una quiebra de las familias americanas. Aquella deuda total asumida a través del crédito ha llegado a los 53 billones de dólares, que supone casi cuatro veces el PIB de Estados Unidos, lo que dificulta enormemente reducirla sin provocar una fuerte recesión.

¿Cómo se genera ese endeudamiento masivo de la población? ¿Cómo mantener una demanda adecuada en una economía en la que la concentración de la riqueza es cada vez mayor? ¿Qué función económico-social tiene la burbuja especulativa y su efecto riqueza? Estas y otras preguntas son de lo más oportuno. Intentaré dar algunas claves que nos permitan acercarnos, aunque sea tentativamente, a este complejo problema de la burbuja especulativa y la crisis económica.

En el año 2000 el boom de la Nueva Economía se extinguió y con ello la burbuja que engendró dicha economía. La extraordinaria profundidad de la crisis en la alta tecnología quedó patente en un análisis de las 4.200 empresas incluidas en el índice NASDAQ, donde se concentraba la llamada Nueva Economía. Las pérdidas de esas empresas durante los doce meses posteriores al 1 de julio de 2000 totalizaron 148.300 millones de dólares, esto es, un poco más de los 145.000 millones de dólares de beneficios obtenidos durante el quinquenio del boom de 1995 a 2000.

Como observa Brenner, al caer la Bolsa –consecuencia del pinchazo de la burbuja de la Nueva Economía– la disminución de los tipos de interés a corto plazo difícilmente podía desencadenar un nuevo repunte alcista de las cotizaciones y el consiguiente aumento del endeudamiento de las empresas y hogares como había sucedido en la década de 1990. Sin embargo, sí podía realizar algo muy parecido generando nuevas burbujas en otros sectores de la economía sensibles al tipo de interés bajo, en concreto la vivienda y a la inversión apalancada en bonos de todo tipo. Fue, precisamente, la interacción entre las gigantescas burbujas inmobiliarias y crediticias –que, a su vez, posibilitaron una nueva

ronda de endeudamiento desmesurado de los hogares y del sector financiero– la que impulsó la siguiente ronda de expansión.

Esta respuesta fue articulada por Greenspan recurriendo al mercado de valores y su efecto riqueza para estimular la demanda. De hecho, la estrategia que aplicó durante la segunda mitad de la década 1990 –y que se ha seguido aplicando, ahora extendida a la revalorización de la vivienda– se podría denominar «keynesianismo bursátil» o «keynesianismo de precios de activos» (incluyendo el activo vivienda). El keynesianismo tradicional subvencionaba la demanda mediante el déficit público que gastaba más de lo que recaudaba en impuestos. La versión de Greenspan, en cambio, hace aumentar la demanda mediante el déficit privado de las empresas y familias que gastan más de lo que ganan, animados a hacerlo por el aumento de riqueza que supone la revalorización de los diversos activos (acciones y viviendas).

¿Cómo se dio este proceso? Al igual que había sucedido con la subida de la bolsa (en la década de los 90), pero en una medida aún mayor, la burbuja inmobiliaria provocó una avalancha épica de endeudamiento, aumentando enormemente la riqueza nominal de las familias. Tratando a sus hogares como el proverbial cajero automático, refinanciando sus hipotecas y realizando gastos cada vez mayores. Si pudieron hacerlo sin aumentar sus pagos mensuales fue como consecuencia de la sistemática revalorización de los hogares, gracias a lo bajo de los tipos de interés y la espectacular burbuja del precio de la vivienda. El resultado fue que, en el periodo 2000-2007, la deuda familiar se duplicó.

Por tanto, el histórico aumento del endeudamiento familiar y el incremento de la demanda de los hogares –debemos tener en cuenta que el ahorro familiar cayó a cotas muy bajas, oscilando entre  $-0,6$  y el  $0,4$  por 100 del PIB– posibilitaron el crecimiento del consumo personal y la inversión residencial que, prácticamente sin otra ayuda, impulsaron la expansión cíclica.

Por otro lado, como la riqueza residencial está mucho más uniformemente distribuida entre la población estadounidense que la propiedad de acciones, el efecto riqueza del aumento (o disminución) del precio de la vivienda es mucho mayor que el de las cotizaciones bursátiles. Según estimaciones del gobierno, el consumo aumenta entre 7 y 8 dólares por cada 100 dólares de incremento de la riqueza en forma de propiedad residencial, mientras sólo aumenta entre 3 y 4 dólares por cada 100 dólares de aumento de riqueza en forma de acciones. Entre 2000 y 2005, el precio de la vivienda subió un extraordinario 51 por 100, y la riqueza de los hogares en forma de propiedad residencial más del 69 por 100. El consumo personal y la inversión residencial pudieron así crecer a tasas actuales medias del 2.9 y el 6.0 por 100 respectivamente, y juntos representaron el 98 por 100 de aumento del PIB durante los cinco primeros años del ciclo económico, iniciado en marzo del 2001 (Brenner, 2009).

Pero ¿cuáles fueron las condiciones económico-políticas que posibilitaron la aparición y desarrollo de la burbuja inmobiliaria? Ciertamente, Greenspan mediante su política de «keynesianismo de precios de activos» tomó parte decisiva en aquel proceso. Pero, también Greenspan se movía en un contexto y condiciones que si bien algunas las había generado él mismo, otras, no.

Soros precisa que la superburbuja combina tres tendencias principales. La primera está vinculada a la tendencia a largo plazo hacia una expansión crediticia siempre

creciente. Esta tendencia es el resultado de las políticas anticíclicas que se urdieron tras la Gran Depresión. Cada vez que el sistema bancario está en peligro, las autoridades financieras intervienen, socorriendo a las instituciones en riesgo y estimulando la economía. Su intervención genera un incentivo asimétrico hacia la expansión del crédito también conocido como riesgo moral.

La globalización de los mercados financieros constituye la segunda tendencia. Y, por último, la eliminación progresiva de regulaciones financieras y el ritmo acelerado de las innovaciones financieras. Esta política de desregulación se ha apoyado en tres cambios: la revocación, en Estados Unidos, en el año 1999 de la ley Glass-Steagall de 1933, que prohibía a los bancos comerciales y minoritarios emprender actividades inversoras tales como asegurar y vender títulos; la decisión de la Administración Clinton de no regular las permutas de riesgos crediticios (los famosos *credit default swaps*, CDS); también, el hecho, en el año 2004, de que la US Securities and Exchange Commission (el equivalente de la CNMV o Comisión Nacional del Mercado de Valores) permitiera a los bancos aumentar su grado de apalancamiento –la relación entre el total de pasivo y el valor neto– de 10:1 hasta 30:1.

Este proceso de desregulación ha condicionado todo el desarrollo de las diversas burbujas especulativas. Por ello, las posibles líneas de cualquier política que pretenda buscar una solución a la crisis actual de los mercados financieros, han de ir en la dirección de restaurar la regulación que se ha abandonado de manera tan temeraria.

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO E IMPACTO MEDIOAMBIENTAL: UN NUEVO MARCO PARA LAS POLÍTICAS AMBIENTALES

El crecimiento económico mundial reciente, hasta su interrupción por la crisis económico-financiera de 2007-2008 y las derivaciones actuales, ha supuesto un aumento de la producción y del consumo como nunca se había visto antes. Se calcula que los gastos en bienes y servicios de los hogares pueden haber llegado a los 26 billones de dólares (dólares del año 1995) en el año 2007, frente a una cifra de 4.8 billones de dólares (del año 1995) del año 1960 (Gardner, G.; Assadourian, E; Sarin, R., 2004). Este inusitado incremento del consumo, que se ha multiplicado por algo más de cinco, se debe a una serie de procesos vinculados a los avances tecnológicos, al relativo bajo precio de la energía (en aquel periodo, menos al final del año 2007 que empezó a subir y en 2008 llegó a los tres dígitos), de las nuevas estructuras empresariales (desarrollo de las multinacionales), de los poderosos medios de comunicación (marketing comercial), del aumento de la población (de 3000 millones de personas en 1960 a 6.700 millones en 2007) y especialmente, del efecto riqueza que generaron las sucesivas burbujas especulativas en 1995-2008.

La presión enorme que ha ejercido sobre los diversos ecosistemas del planeta este fuerte incremento de la producción-consumo, así como el de la población, ha generado una pérdida sustancial e irreversible de la diversidad de la vida en la Tierra junto con el deterioro de más del 60 por 100 de todos los servicios de los ecosistemas evaluados (Reid, W. et al., 2005). Durante los últimos 50 años las actividades humanas han acelerado la velocidad de los cambios e introdujeron nuevas conexiones, un tanto artificiales, entre los ecosistemas, a tal punto que los sistemas naturales están perdiendo su capacidad de adaptación. Todas las tensiones, que incluyen la destrucción del hábitat, la pérdida de

especies, la contaminación y el cambio climático, se combinan para que el colapso ecológico sea más extenso, agudo y probable.

En concreto, la creciente demanda de alimentos y de otros productos agrícolas ha llevado a intensificar la producción agrícola y la rápida expansión de la tierra cultivada. Ello ha contribuido a que desaparecieran sistemas forestales enteros en al menos 25 países y en otros 29 disminuyeran en un 90 por 100. La extensa degradación que ello supone para los sistemas tropicales y subtropicales, traerá aparejadas graves pérdidas para las cuencas hidrográficas, disminución de la integridad del suelo, aumento de la erosión, la desaparición de la biodiversidad, la disminución de la absorción de dióxido de carbono y el deterioro de la calidad del aire regional y local.

Impactos importantes, aunque menos visibles, son los cambios inducidos por la actividad humana en los ecosistemas marinos y costeros. Así, y como ejemplo, según un estudio encargado en 2008 por el Banco Mundial y la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), la explotación y el casi agotamiento de las poblaciones de peces más valiosas de los océanos produjeron una pérdida neta anual del valor de las pesquerías marinas en el mundo del orden de los 50.000 millones de dólares (PNUMA, 2009).

En la misma dirección se expresa el último Informe del Club de Roma (2006). El tratamiento que hacía dicho Informe de la idea de *extralimitación* sintetiza la compleja situación en que se encuentra el planeta Tierra.

Una población y una economía se hallan en un estado de extralimitación si extraen recursos y emiten contaminación en cantidades insostenibles, pero todavía no se encuentran en una situación en que las tensiones que sufre el sistema subyacente sean lo suficiente fuertes para reducir la extracción o las emisiones. ¿Cómo saber si una sociedad determinada se ha extralimitado? La disminución de las reservas de recursos y el aumento de los niveles de contaminación son los primeros síntomas.

Meadows y Randers precisan que a escala local, la extralimitación y el colapso se manifiestan en el proceso de desertificación, el agotamiento de minerales y acuíferos, la contaminación de suelos agrícolas y zonas boscosas a causa de residuos tóxicos de larga duración. Explotaciones agrarias en ruina, ciudades mineras desérticas y vertederos industriales abandonados constituyen testigos de la «realidad» de este comportamiento del sistema. Y a escala mundial, la extralimitación y el colapso podrían comportar la «quiebra de los grandes ciclos de sostenimiento de la naturaleza que regulan el clima, purifican el aire y el agua, regeneran la biomasa, preservan la biodiversidad y convierten los residuos en nutrientes».

Uno de los factores clave que incide en la extralimitación es la búsqueda obsesiva del mayor crecimiento económico posible. Si un sistema se mueve demasiado rápido para poder percibir las señales de peligro, difícilmente podremos responder antes de chocar con el límite. Es como un coche y un conductor muy hábil, pero que a alta velocidad son inseguros pues no pueden percibir las señales, o cuando lo hacen, ya es demasiado tarde.

Para buscar líneas de solución a esta cuestión, según Meadows y Randers, se impone desacelerar y finalmente detener el crecimiento exponencial de la población y del capital físico. Ello «implica un cambio institucional y filosófico y una innovación social. Exige definir niveles de población y producto industrial que sean deseables y sostenibles.

Requiere definir objetivos en torno a la idea de desarrollo más que de crecimiento. Reclama, simplemente pero profundamente, una visión más amplia y satisfactoria de la finalidad de la existencia humana que la mera expansión y acumulación de materiales».

El cambio climático, la creciente vulnerabilidad del agua, la inestabilidad de los precios de la energía y la crisis de los precios de los alimentos en 2008 ilustran el alcance mundial y los efectos en cascada de las presiones que ejercemos sobre los ecosistemas. Estos hechos, junto a la crisis financiera-económica, subrayan aún más, si cabe, la insuficiencia propia de las doctrinas actuales del crecimiento económico perpetuo, mostrando que los métodos convencionales de gestión de los ecosistemas no sirven.

Hoy, y aprovechando la crisis, muchos abogan por un modelo distinto de gestión del sistema social que permita alcanzar el bienestar humano sostenible, midiendo los progresos de dicho objetivo de forma clara y explícita. Nuevos criterios de gestión económico-social y medioambiental se están abriendo paso. No sin dificultades.

Así abre camino el indicador de progreso genuino (IPG) que reemplace el PIB a efectos de controlar la salud de la economía. No se trata de un indicador totalmente nuevo, pero sí lo es el tipo de medición que quiere hacer. Este tipo de medición da cuenta de la sostenibilidad ecológica, la equidad social y la eficiencia económica real.

La sostenibilidad ecológica implica reconocer que el capital natural y social no se puede sustituir indefinidamente por capital industrial y humano y que los sistemas de la Tierra tienen límites reales para la expansión de la economía de mercado. El cambio climático es, quizás, el más evidente y apremiante de estos límites (Costanza, 2008).

La equidad social implica reconocer que la distribución de la riqueza es un elemento clave del capital social y la calidad de vida. El modelo convencional de desarrollo, si bien aparentemente está dirigido a reducir la pobreza, ha asumido que la mejor forma de lograrlo es mediante el crecimiento del PIB. Este modelo resultó ser equivocado, por lo que se necesita brindar una atención explícita y urgente a los problemas de distribución (Stiglitz, 2008).

Por último, la verdadera eficiencia económica implica la inclusión de todos los recursos que afectan al bienestar humano sostenible en el sistema de distribución, más allá de los bienes y servicios actuales. Nuestro actual sistema de distribución de mercado excluye a la mayoría de los activos y servicios de capital natural y social no comercializados, que son los mayores contribuyentes al bienestar humano (Costanza, 2008).

Estos criterios que emergen del nuevo indicador de progreso genuino podrían constituir, a mi juicio, una buena base para construir el paradigma de progreso que la sociedad actual necesita. Ese paradigma estaría vinculado a la economía real y no a la ficción especulativa-financiera generada por las sucesivas burbujas que el sistema de economía financiera ha estimulado. Ahora bien, ¿resultará posible? ¿Llegaremos a tiempo? ■

## Referencias bibliográficas

- BLACK, Fisher (1986): «Noise», *The Journal of Finance*, XLI, 3.
- BLACKBURN, Robin (2008): «La crisis de las hipotecas subprime» *New Left Review* n.º 50 mayo/junio [pág. 52-96].
- BONO, Emèrit (2008): Cambio climático y sustentabilidad económica y social: implicaciones sobre el bienestar social, *CIRIEC-España, Revista de economía pública, social y cooperativa*, N.º 61, agosto. [págs. 51-72].
- BRENNER, Robert (2009): *La economía de la turbulencia global*, Madrid, Editorial Akal. Este libro fue publicado en inglés en 2006. Su versión castellana contiene una introducción larga del año 2009.
- COSTANZA, Robert (2008): «Stewardship for a full world. Current History». [http://www.edu/pnae/publications/Costanza\\_Stewardship2008.pag](http://www.edu/pnae/publications/Costanza_Stewardship2008.pag). Citado por PNEMA. Anuario 2009.
- BUITER, William (2009): Blog de William Briter, 3 de marzo de 2009: <http://blog.ft.com/maverecom/2001/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-out-academic-monitar-y-economics/>. Cit. en Skidelsky, pág. 51.
- DE LA DEHESA, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuesta y remedios*, Madrid, Alianza Editorial.
- FUNINEL, Ben (2009): «Debt is capitalism's dirty little secret», *Financial Times*, 30 de junio, cit. en G. De la Dehesa.
- GARDNER, G.; ASSADOURIAN, E.; SARIN, R. (2004): «L'estat del consum avui» dentro del libro *L'estat del món, 2009*. *Worldwatch Institute*, Centre UNESCO, Barcelona. Realmente los autores calculan el consumo mundial hasta el año 2000 que lo cifraban en 20 billones de dólares. Los cálculos utilizados aquí, al aumentar en algo más de un punto para el periodo 2000-2007 se ha hecho teniendo en cuenta la dinámica económica mundial en ese periodo, con matices respecto a China, India y Rusia.
- KRUGMAN, Paul (2010): «El gran cero», *El País*, 3 de enero.
- MEADOWS, D.; RANDERS, J.; MEADOWS (2006): *Los límites del crecimiento 30 años después*, Gaxxia Gutenberg.
- MARTIN WOLF, R. (2008): «US housing solution is not a good one follow», *Financial Times*, 9 septiembre 2008. Cit. en Skidelsky.
- PARTNOY, F. (2009): «Prepare to bury the fatally wounded Banks», *Financial Times*, 19 de enero de 2009. Cit. en Skidelsky.
- PNUMA (Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente) 2009. Anuario del año 2009. Avances y progresos científicos en nuestro cambiante Medio Ambiente. C. McMuller y Th. Hayden, eds. <http://www.unep.org/geo/yeoobook>
- PORTES, Richard (2009): «Global Imbalances» en *Macroeconomic Stability and financial regulation: Key Issues for the G20*, Mathias Dewatripont, Xavier Freixas y Richard Portes, eds. Londres, CEPR. Cit. en De la Dehesa, pág. 28.
- REID, W.V. et al (2009): «Evaluación de los ecosistemas del Milenio». Informe de síntesis. Borrador final <<http://www.millennium-assessment.org>>
- RUBIN, Jeff (2009): *Why your world is about to get a whole lot smaller*, Randon House Canada. Hay traducción castellana en Tendencias Editores.
- SOROS, George (2008): *Los nuevos paradigmas de los mercados financieros. Para entender la crisis económica actual*, Madrid, Taurus. La edición en inglés es del mismo año.
- SKIDELSKY, Robert (2009): *El regreso de Keynes*, Barcelona, Crítica.
- STIGLITZ, Joseph (2008): «Problems with GDP as an economic barometer. Interview with Agence France-Presse, 8 January 2008», citado en PNUMA. Anuario 2009.