



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES (ICAIDE)

# **UNA ECONOMÍA DE MERCADO SIN BURBUJAS ESPECULATIVAS**

Autor: Tomás González García

Director: Amparo Merino de Diego

Madrid

Abril de 2014

## **RESUMEN**

No nos resulta ajeno el hecho de que la economía de mercado se encuentra en una crisis permanente cuyos picos se concretan en las denominadas crisis económicas, las cuales tienen todas algo en común: están causadas por las burbujas especulativas ante las cuales ni el mercado ni los reguladores han actuado de manera eficiente. Las crisis conducen de manera inequívoca al empobrecimiento de los ciudadanos por distintas causas pero sobre todo a menguar la calidad de vida y aspiraciones de la sociedad. Es por ello, que estas situaciones se han de evitar, dotando al sistema de los mecanismos necesarios para que estas burbujas especulativas no se produzcan. En el presente proyecto, se lleva a cabo un estudio en el que se demuestra que la especulación financiera ha sido el modelo de crecimiento de la economía de mercado para después ofrecer una propuesta de reforma de la economía de mercado para hacerla más viable en términos financieros.

### **PALABRAS CLAVE:**

*Economía de mercado, especulación, burbuja, crisis, viabilidad, política monetaria, política fiscal, regulación, deuda, crecimiento*

### **ABSTRACT**

It is well known that market economy is under a permanent crisis, whose peaks are called economic crisis, which all have something in common; they are caused by speculative bubbles. These babbles have not been faced neither by the market nor regulatory authorities efficiently. Crisis not only led inevitably to citizens impoverishment due to different causes but also damage quality life and society's ambition. Therefore, it is remarkably crucial to avoid these situations providing the system, without resigning to it, with mechanisms aimed at stopping such speculative bubbles. In the present research, the author conducts an analysis aimed at demonstrating that speculation has been the model for development in the Market Economy. Then, the author provides a proposal to reform the market economy in order to make it more viable in financial.

## **KEY WORDS**

*Market economy, speculation, bubble, crisis, viability, monetary policy, fiscal policy, regulation, debt, growth*

## SUMARIO

Índice de abreviaturas	4
Índice de gráficos	5
1. INTRODUCCIÓN	6
2. METODOLOGÍA	9
3. LA ESPECULACIÓN COMO DENOMINADOR COMÚN A LAS CRISIS ECONÓMICAS	12
3.1. Las burbujas especulativas desde el siglo xx	12
3.2. La crisis económica actual	16
3.3. La lógica de la especulación financiera	21
4. EFECTOS NEGATIVOS DE LA CRISIS GENERADOS POR LA ESPECULACIÓN FINANCIERA	24
4.1. Consecuencias macroeconómicas	24
4.2. Consecuencias microeconómicas	25
4.3. Consecuencias laborales	26
4.4. Consecuencias sociales y políticas	27
5. PROPUESTAS PARA HACER FRENTE A LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS	29
5.1. La política monetaria	30
5.2. La actividad de los entes reguladores y supervisores	32
5.3. El abuso de la deuda	35
5.4. La política fiscal	39
6. CONCLUSIONES	46
7. BIBLIOGRAFÍA	50

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

EEUU	Estados Unidos de América
BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
CIS	Centro de Investigaciones Sociológicas
CFD	<i>Contract for difference</i>
EPA	Encuesta de Población Activa
FED	Reserva Federal Americana
FMI	Fondo Monetario Internacional
INE	Instituto Nacional de Estadística
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
OCDE	Organización de cooperación y desarrollo económico
OIT	Organización Internacional del Trabajo
ONU	Organización de Naciones Unidas
OTF	<i>Organised Trading Facilities</i>
PGE	Presupuestos Generales del Estado
PIB	Producto Interior Bruto
UE	Unión Europea
WB	Banco Mundial

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. Flujo de capitales internacionales. \$ Billones, con referencia de los tipos de interés de 2008 ..... 13
2. Índice de precios de viviendas S&P/Case-Schiller. Variación anual ..... 17
3. Índice de precios internacionales de productos básicos, 2003-2008 ..... 19
4. Comercio (exportaciones como porcentaje del PIB) y finanzas (activos externos netos como porcentaje del PIB) mundiales ..... 21
5. Velocidad de circulación del dinero (VELOM 2) ..... 31
6. Evolución de la deuda pública del Estado español ..... 36
7. Deuda pública y privada como porcentaje del PIB a diciembre de 2012 .. 37

## 1. INTRODUCCIÓN

El modelo de economía de mercado tiene varios fallos que lo pueden hacer inviable a largo plazo por factores como la inexistencia de recursos ilimitados<sup>1</sup>, la crisis energética, la falta de alimentos para una población que crece de manera exponencial, el cambio climático, etc. Todos estos factores son muy relevantes, y desde luego han y deben ser objeto de estudio para garantizar la viabilidad de nuestra civilización. No obstante, existe un factor clave, que ha demostrado ser definitivo en la historia moderna: la estabilidad financiera<sup>2</sup> y su deterioro debido a las burbujas especulativas, que no han parado de añadir incertidumbre a los factores previamente mencionados.

En este contexto, las sucesivas crisis económicas, pero especialmente la que irrumpió con fuerza en el año 2007 han contribuido a generar más inquietud sobre la viabilidad de los pilares en los que se sustenta nuestra sociedad. Las crisis han demostrado que el funcionamiento del capitalismo del siglo XX y XXI es cada vez más problemático e inestable cuando se combinan políticas neoliberales radicales, falta de actividad de los entes reguladores, una base monetaria expansiva sin límites y un excesivo abuso de la deuda.

En este sentido, es importante comprender la situación económica actual en un contexto amplio que se remonta hasta las crisis de 1979, marcada especialmente por la inestabilidad sistémica y por un comportamiento macroeconómico francamente decepcionante, bastante alejado de la denominada *edad de oro del capitalismo* de la segunda posguerra mundial. Desde los años setenta, se observa que el crecimiento mundial medido a través de los productos nacionales brutos correspondientes (PIB) ha ido evolucionando de forma decreciente<sup>3</sup>. La evolución de la economía de mercado es bastante limitada a pesar de los periodos de intensa actividad que han conducido a etapas de recuperación, que no obstante, han sido

---

<sup>1</sup> A excepción de la energía solar, ilimitada a escala humana

<sup>2</sup> MINSKY. HYMAN: *Stabilizing an unstable economy*. McGraw-Hill, 2008

<sup>3</sup> A. MADISSON: *The World Economy*. Historical statistics. OECD, Paris 2003

<sup>2</sup> MINSKY. HYMAN: *Stabilizing an unstable economy*. McGraw-Hill, 2008

<sup>3</sup> A. MADISSON: *The World Economy*. Historical statistics. OECD, Paris 2003

de duración limitada y poco consistentes, no llegando a compensar las etapas de recesión.

La economía de mercado, como ya se ha puesto de manifiesto, ha abusado de lo que podríamos denominar soluciones fáciles y rápidas<sup>4</sup> que como es lógico, no invisten al sistema de los elementos necesarios para hacerlo duradero. La orientación económica a la exuberancia de unos mercados financieros cada vez más complejos y autónomos ha tenido efectos perniciosos para el sistema, afectando de forma especialmente negativa a la economía real<sup>5</sup>. Es decir, la economía financiera se ha apoderado de las relaciones económicas situando la economía productiva real en un segundo plano. Asimismo, un modelo que sólo aspira a crecer a golpe de burbujas especulativas<sup>6</sup>, ya sean las burbujas de mercados de valores de finales de los años 90 o las burbujas de los mercados inmobiliario y crediticio en el periodo actual<sup>7</sup>

Ante esta situación insostenible es necesario desarrollar una serie de mecanismos y prácticas que reformen el sistema de economía de mercado sin perder tampoco los principios rectores del mismo, estos son: la autonomía de la voluntad, la propiedad privada, la iniciativa privada, la ley de la oferta y la demanda, la libertad de circulación de trabajadores, mercancías y capitales (en contraposición al proteccionismo) y la intervención de la Administración para la corrección de

---

<sup>4</sup> Políticas basadas en un rápido crecimiento a través del incremento del gasto, la política monetaria expansiva sin límites. En definitiva, las políticas pro cíclicas generadoras de burbujas

<sup>5</sup> Sirva de ejemplo EE.UU. convertido en ocasiones en el verdadero núcleo de la crisis. Puede consultarse en este sentido: G. DUMÉNIL y D. LÉVY, *El imperialismo en la era neoliberal*, Revista de Economía Crítica N°3, enero 2005 y *Salida de crisis y nuevo capitalismo*. También de los mismos autores, su libro: *Crise et sortie de crise. Ordres et désordres néolibéraux*, Preses Universitaires de France, París, 2000 (trad. en FCE, 2008). Los problemas de mayor trascendencia que señalan los son; para el caso de los EE.UU, el deterioro de la inversión productiva interna y la necesidad, por las dificultades de sostener la producción con la inversión, de un fuerte crecimiento del consumo sobre la base de la expansión del crédito. Ello trae como consecuencia los siguientes desequilibrios: un aumento del déficit del comercio exterior, un fuerte incremento del endeudamiento interno y una creciente necesidad de financiación por parte del resto del mundo.

<sup>6</sup> Especialmente a partir de los años 90. Véase TORRERO, T.: *El final de la burbuja especulativa*, Univ. De Alcalá, Madrid, 2008

<sup>7</sup> KRUGMAN, P.: *Las burbujas de Greenspan. El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Crítica, Barcelona, 2009.

los fallos de mercado. La economía de mercado a pesar de sus crisis nos ha llevado a la época de mayor crecimiento en términos económicos, políticos y sociales sin que ninguna alternativa frontal haya podido aportar fundamentos consistentes susceptibles de señalar aconsejable un cambio de modelo económico, habida cuenta que experiencias alternativas a la economía de mercado no han funcionado correctamente<sup>8</sup>, extremo en el que existe un consenso general. Por lo expuesto, el presente proyecto, centrándose en los desequilibrios del sector financiero y las burbujas de la economía de mercado, aportar una serie de recomendaciones a fin de llevar a cabo las modificaciones que precisa la economía con el objeto de hacer frente al reto de la inestabilidad sistémica de la economía de mercado y sus burbujas a medio plazo<sup>9</sup>. Dichas modificaciones no han de suponer una ruptura con los principios rectores de la economía de mercado, sino que deben, desde las entrañas del sistema, promover los cambios necesarios apoyándose en el propio modelo.

El presente estudio de investigación tiene por objetivo general la búsqueda de las herramientas o modificaciones en las políticas públicas convencionales para dotar a la economía de mercado de estabilidad financiera con la finalidad de evitar las burbujas especulativas que conducen de manera irremediable a periodos de marcada bonanza económico pero que posteriormente sumen a los Estados en depresiones económicas cuya duración y profundidad pueden tener efectos sociales catastróficos. Asimismo, junto a este objetivo principal se plantean dos subjetivos que se corresponden con las dos secciones en las que se divide el presente estudio:

1. Demostrar que la economía de mercado ha basado su crecimiento en las burbujas especulativas, lo que ha tenido un efecto negativo en la sociedad.
2. Aportar un conjunto de modificaciones que, a juicio del presente autor, contribuyan a promover una economía de mercado sin burbujas especulativas.

---

<sup>8</sup> Nos estamos refiriendo a: Comunismo, socialismo, anarquía o autarquía.

<sup>9</sup> Como se indicó *supra*, el modelo es insostenible a largo plazo por las razones previamente expuestas, entre ellas los recursos limitados. No obstante, estas razones no son objeto de estudio en el presente proyecto, si bien, podrían ser abordadas por el desarrollo tecnológico, que podría solucionar parte de los problemas que el sistema ofrece a largo plazo. Sin perjuicio de lo anterior, se tratará la viabilidad del sistema a medio plazo en términos estrictamente financieros.

## 2. METODOLOGÍA

El presente proyecto de investigación parte de una premisa básica: la economía de mercado no funciona correctamente porque basa su modelo de crecimiento en las burbujas especulativas, generando a corto plazo efectos sociales muy negativos. Es por ello básico explorar, en primer lugar, la relación entre la economía de mercado y la especulación para posteriormente detallar las consecuencias negativas que dicha dinámica genera. No obstante, lo anterior servirá sólo para identificar los puntos débiles en la configuración actual del sistema para posteriormente diseñar las medidas de actuación.

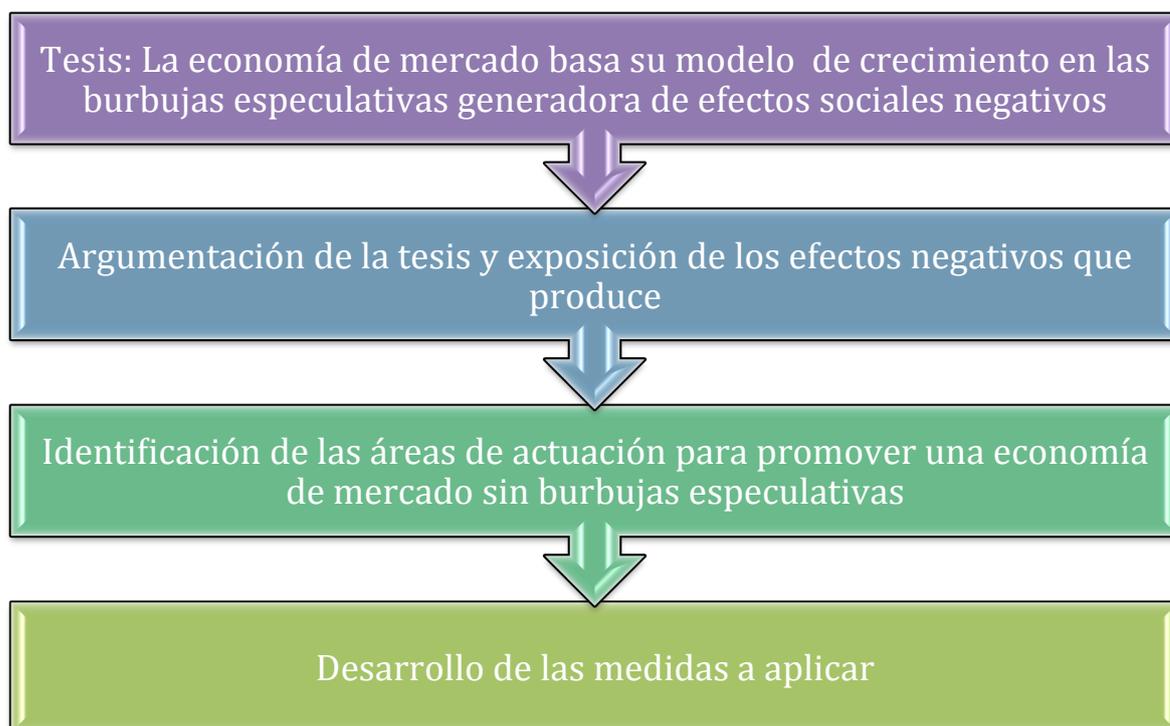
En consecuencia, el proyecto se dividirá en dos partes bien diferenciadas; una primera, de carácter argumentativo en la que se defenderá la tesis de que la economía de mercado ha basado su crecimiento en las burbujas especulativas, afectando de manera especialmente negativa a la sociedad; y una segunda, de carácter propositivo, en la que una vez reconocido el problema, al cual nos enfrentamos, se expondrán una serie de recomendaciones englobadas dentro de distintas áreas de actuación (política monetaria y fiscal, regulación y supervisión de mercados y el uso de la deuda) llevando a cabo un ejercicio de desarrollo de las mismas y exponiendo pormenorizadamente las líneas de actuación que, a juicio del presente autor, contribuirían a romper este fenómeno pernicioso.

Para realizar el presente proyecto de investigación se recurrirá a diversas fuentes de información tanto directas como indirectas, que se pueden sistematizar siguiendo la siguiente estructura, sin perjuicio de que en el capítulo de bibliografía se detallen como es mandatorio:

- Bases de datos de ciencias económicas y empresariales:
  - Ebsco
  - Dialnet
  - Business Source Complete
  - Econlit
  - Regional Business News
  - SABI

- Fuentes procedentes de organismos públicos:
  - Banco de España
  - Banco Central Europeo (BCE)
  - Reserva federal americana (FED)
  - Comisión Europea
  - EUROSTAT
  - CIS
  - Fondo Monetario Internacional (FMI), etc.
- Fuentes procedentes de instituciones privadas
  - Servicio de estudios BBVA
  - University of Oxford
  - University of Harvard
  - FUNCAS
  - Periódicos económicos:
    - Expansión
    - Financial Times
    - The Economist, etc.
  - Agencias de calificación
    - Moodys
    - S&P
    - Fitch
- Fuentes procedentes de la sociedad civil
  - Attac
  - FAES
  - Real Instituto ELCANO
  - FRIDE

El proceso metodológico se puede resumir en el siguiente esquema:



### **3. LA ESPECULACIÓN COMO DENOMINADOR COMÚN A LAS CRISIS DE LA ECONOMÍA**

La economía de mercado ha modificado en los últimos decenios su modelo de creación de riqueza pasando de una economía productiva a otra basada en los mercados financieros. Sin embargo, este proceso no ha sido brusco ni repentino<sup>10</sup>, sino que se ha ido fraguando desde la segunda mitad del S.XX. En este sentido, se ha avanzado hacia un modelo que tiene como protagonistas indiscutibles a los mercados financieros y su fuerte sesgo especulativo y cortoplacista.

#### **3.1 Las burbujas especulativas desde el siglo XX**

En el presente epígrafe se exponen cronológicamente las distintas crisis económicas dentro de la economía de mercado y su relación con la especulación como generadora de burbujas. El lector podrá observar que todas estas crisis han tenido entre sus causas las burbujas especulativas.

Después de la *Gran Depresión* de los años 30, los mercados internacionales de capitales comenzaron un proceso de expansión sin precedentes, especialmente a partir de la década de los 60<sup>11</sup>. Este proceso se profundizó en los últimos años debido a una intensa diversificación y expansión, especialmente en aquellos segmentos con menor transparencia y mayor propensión a la especulación, todo ello dio lugar a una rápida expansión de la economía a nivel mundial, así como a un aumento de las transacciones internacionales y la consecuente globalización de los procesos productivos.

Lo anterior condujo a un sobresaliente desarrollo de centros financieros extraterritoriales<sup>12</sup>, con poca o nula regulación, lo que estimuló un espectacular aumento de los movimientos de capital dando cabida a la evasión de impuestos y controles regulatorios sin observar la reglamentación financiera internacional

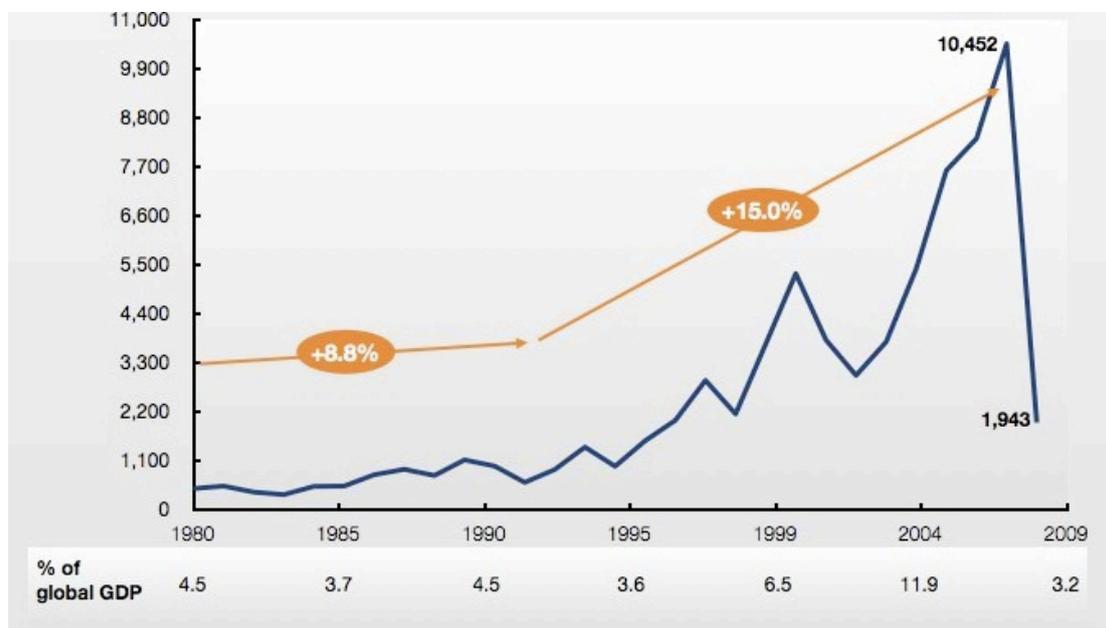
---

<sup>10</sup>FFRENCH-DAVIS, R. *Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo*, Oxford University Press, 2002

<sup>11</sup> Véase los autores: EICHENGREEN; DEVLIN; DÍAZ-ALEJANDRO

<sup>12</sup> Sirvan como ejemplo: “la City” (Londres), Tokyo, Nueva York, Shangay, Frankfurt, etc.

**Gráfico 1. Flujo de capitales internacionales. \$ Billones, con referencia de los tipos de interés de 2008**



VVAA: *Informe insights and publications junio 2010*, McKinsey Global Institute, Nueva York, 2010

Este crecimiento de flujos de capital unido a las innovaciones referidas a informática y comunicaciones ha propiciado el escenario perfecto para que dicho crecimiento sea exponencial apoyándose en operaciones de nueva creación que requieren un excesivo apalancamiento. A todo esto hay que añadir las políticas monetarias y fiscales expansivas completando un escenario con crecimientos notables pero también proclives a desequilibrios explosivos<sup>13</sup>. En este sentido, de acuerdo con la datos que el *Bank for international settlements*<sup>14</sup> en colaboración con el Banco Mundial (WB) publica anualmente, por cada dólar empleado en transacciones de bienes y servicios, se mueven alrededor de 40 dólares en los mercados financieros.

<sup>13</sup> EICHENGREEN, B.: *Capital Flows and Crises*, The MIT Press, Cambridge, Mass, 2003

<sup>14</sup> Banco de Pagos Internacionales, que es el banco central de los Bancos centrales, cuya sede se encuentra en Basilea (Suiza). <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.htm>

Sin embargo, el verdadero apogeo del sector financiero se desarrolló a consecuencia de los débiles marcos regulatorios con un claro sesgo pro-cíclico característico de los años 90<sup>15</sup>. No obstante, es también cierto que se implementaron algunas medidas con el objeto de regular el sector bancario con la intención de homogenizar algunos criterios de actuación internacionales, en particular en las economías más desarrolladas<sup>16</sup>. Sin embargo, estas regulaciones estuvieron también condicionadas por un claro sesgo pro-cíclico<sup>17</sup>, el cual fue agravado con Basilea II<sup>18</sup>.

En todo caso, la tendencia que se observa en términos globales durante las últimas décadas tienen un claro componente especulativo con tres características muy definidas, que han servido como caldo de cultivo perfecto para la creación de burbujas y sus consecuentes crisis económicas con importantes efectos sociales negativos.

1. Expansión de segmentos existentes (mercados bursátiles) y creación de nuevos modelos de negocio especulativos (fondos de cobertura, mercado de derivados, warrants, CFD's, futuros, etc.) sujetos a regulaciones y supervisión muy débiles. La opacidad es otra de las notas características de estos mercados, lo que dificultó en gran medida la detección de riesgos tanto por parte de los inversores y reguladores conduciendo a la constitución de un mercado con marcadas asimetrías de información, destruyendo la idea de una "competencia perfecta".
2. Los agentes de estos mercados, con carácter general, asignan los recursos con una visión cortoplacista y un sesgo acentuado por un sistema de

---

<sup>15</sup> OCAMPO, J. A., *Impacto de la crisis financiera mundial*; Revista Cepal, abril, 2009

<sup>16</sup> A diferencia, en las economías latinoamericanas, las privatizaciones de los bancos fueron acompañadas de regulaciones débiles, lo que condujo a una serie de crisis financieras, con un altísimo grado de perjuicios para esos Estados. En algunos países como Méjico el FMI tuvo que intervenir a través de sus mecanismos de rescate.

<sup>17</sup> Véase GRIFITH-JONES, 2005; STUART Y STALLINGS, 2006

<sup>18</sup> Basilea II permitía a los bancos, los cuales utilizaban métodos modernos de administración de riesgos, a mantener un ratio de liquidez inferior si algunos de sus activos tenían un peso de riesgo menor. Las regulaciones tenían como objetivo fortalecer la solvencia de los bancos, pero el resultado fue paradójicamente el contrario.

incentivos que premia precisamente la especulación<sup>19</sup>, lo que tiene por consecuencia inmediata una excesiva volatilidad de los mercados.

3. El predominio de un enfoque neo-liberal con un manifiesto sesgo procíclico<sup>20</sup> con una clara incidencia en los ciclos monetarios y cambiarios. Dos ejemplos de la situación descrita son: el excesivo déficit exterior por cuenta corriente de EEUU y las crisis de divisas registradas en Sudamérica desde el 2004.

Estas situaciones descritas anteriormente sirvieron para crear el escenario propicio para el afianzamiento de las turbulencias financieras que han causado la actual crisis económica. Pero no todo ha sido sector financiero, ya que también ha habido un fuerte componente no financiero que sin duda ha ayudado para llegar a la situación actual de crisis, téngase en cuenta<sup>21</sup>:

- Déficit elevado por cuenta corriente
- Tendencias inflacionistas
- Excesivo endeudamiento de las economías domésticas, empresas y Estados con la consecuente devaluación de su calificación e incremento de la rentabilidad exigida
- Tipos de interés decrecientes siguiendo una política monetaria expansiva
- Incremento del gasto e inversión pública

Diversas combinaciones de las variables anteriores junto con los desequilibrios del sector financiero han estado presentes en las crisis de los años: 30, 80 y 2008. No obstante por la proximidad temporal y por los claros efectos negativos que está produciendo en los agentes económicos es preceptivo centrarse en la crisis actual cuyo inicio tuvo lugar en el año 2008<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> WILLIAMSON: *The strange history of the Washington consensus*. Journal of Post Keynesian Economics, 2003

<sup>20</sup> OCAMPO, 2007; FRENCH-DAVIS, 2005

<sup>21</sup> KRUGMAN, P.: *The art of popularising economics*, The Economist, 13 noviembre 2003

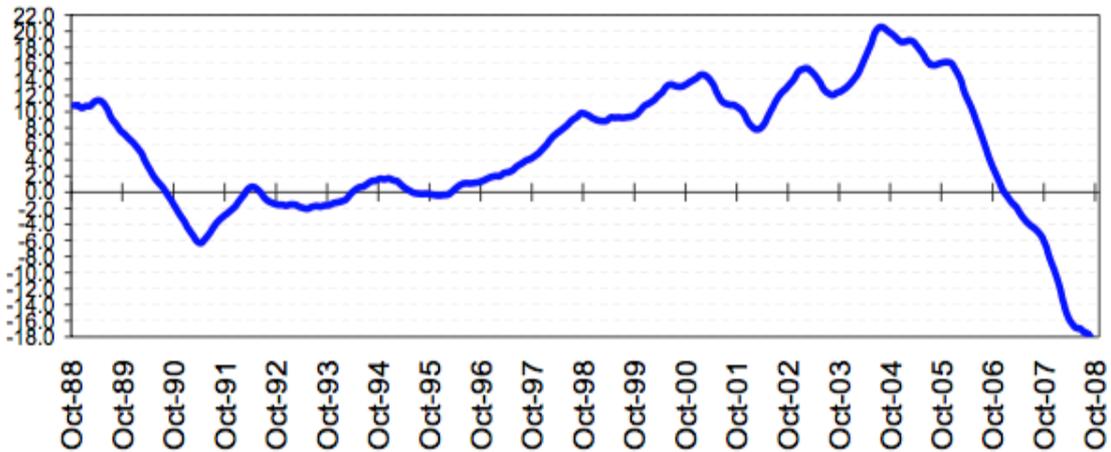
<sup>22</sup> O'CONNOR, James 1998: *Is sustainable capitalism possible?*, Natural Causes. Essays on ecological Marxism, New York, London: The Guilford Press

### **3.2 La crisis económica actual**

Por su especial complejidad y por las distintas y singulares circunstancias que concurren en la crisis económica que irrumpió definitivamente en 2008 con la quiebra de *Lehman Brothers* se dedica un epígrafe específico a esta cuestión.

Esta crisis se originó en 2008, caracterizándose originariamente por: tipos de interés muy bajos, burbujas especulativas en los precios de los bienes inmuebles, excesiva liquidez, apalancamiento financiero muy elevado y agencias de rating claramente permisivas. No obstante, el verdadero detonante que condujo a la crisis fue el mercado hipotecario de los créditos sub-prime. Resulta evidente que este mercado tuvo un crecimiento insostenible, el cual partía de una premisa básica originaria de todas las crisis: “que el precio del producto iba a seguir creciendo al mismo o superior ritmo de manera permanente”. En este sentido, hay que poner de manifiesto que los precios de los activos inmobiliarios casi se triplicaron entre 1996 y 2006, es más, los precios de las viviendas crecieron a un ritmo insostenible de hasta dos dígitos por año entre 1999 y 2006, como se puede observar en el siguiente gráfico de S&P.

**Gráfico 2. Índice de precios de viviendas S&P/Case-Schiller.  
Variación anual**



VVAA: *Informe macroeconómico de noviembre 2009*, McGraw Hill Financial, S&P

Pero no todo fue el sector inmobiliario; los numerosos desequilibrios que ya se habían fraguado en los mercados financieros estaban a punto de estallar. Las subprime sólo fueron el detonante.

Sin embargo, como ya se ha puesto anteriormente de manifiesto, el fenómeno que dio lugar a esta situación no fue sólo producto de los desequilibrios económicos norteamericanos. Sería injusto afirmar lo contrario puesto que las economías emergentes y la UE ya mostraban claros signos de deterioro económico<sup>23</sup>. A continuación se exponen algunas de las claves:

- Las burbujas del mercado hipotecario se habían extendido por una gran mayoría de países a lo largo del globo, especialmente las economías más desarrolladas. En España, esta burbuja tuvo un efecto relativamente mayor al de otros Estados, ya que el modelo productivo se había basado únicamente en la construcción de viviendas y en grandes infraestructuras de obra pública, lo que desencadenó una

<sup>23</sup> El FMI en su informe semestral de correspondiéndose al periodo Junio-Diciembre advirtió de las debilidades de la economía europea. Especialmente hacía hincapié en las débiles perspectivas de crecimiento

escalada en los precios sin precedentes<sup>24</sup>. A todo ello hay que sumar los efectos extremadamente negativos a los que condujo esta situación, a saber: las ejecuciones hipotecarias, los desahucios y la imposibilidad para muchas familias de acceder a una vivienda.

- Las innovaciones financieras se habían generalizado y alcanzado una parte importante del PIB en las economías. Las nuevas modalidades de productos financieros creaban riqueza a partir de supuestos fácticos ficticios. Es decir, se creaba dinero de nada, y todo ello gracias a una especulación ajena a todo control, lo que además dio lugar a fraudes masivos<sup>25</sup>.

Por otro lado, las burbujas especulativas no sólo tuvieron un efecto directo sobre aquellos productos susceptibles de ser considerados financieros. Este fenómeno traspasaba lo que podría ser su mercado cásico, un ejemplo de ello son los mercados de materias primas (*commodities*), cuyos precios experimentan crecimientos exorbitantes sin que se pudiese establecer a priori una relación explicativa entre la oferta y la demanda; la razón era sencilla, pues los mercados de derivados de estos productos habían experimentado un proceso de contaminación por especuladores<sup>26</sup>, lo cual se puede demostrar por el desplome de las mismas en el año 2008.

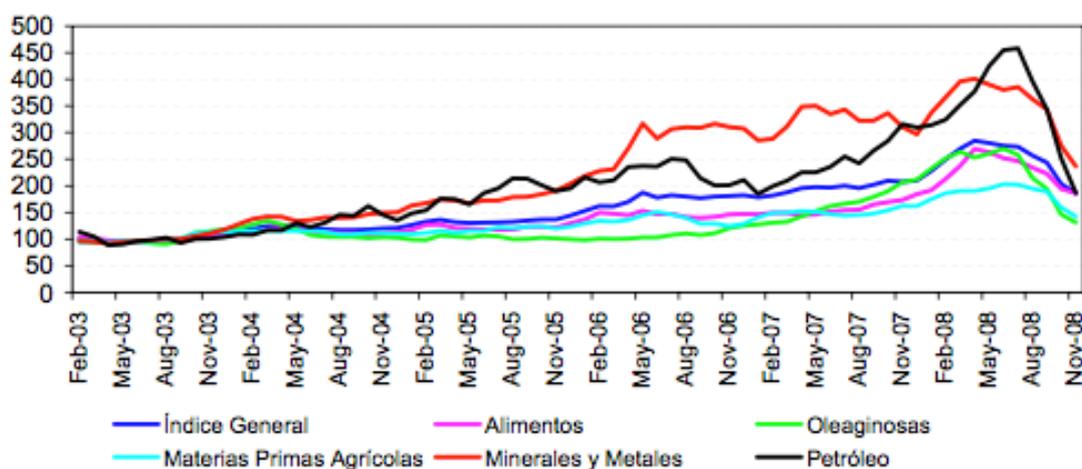
---

<sup>24</sup> En el informe de junio de 2011, el estudio de información del CEU publicó que los precios de las viviendas estaban muy sobrevalorados, en torno a un 40-50%

<sup>25</sup> Fraude de las participaciones preferentes en España, fraudes piramidales como el de Madof en EEUU

<sup>26</sup> POLANYI, Karl: *La Gran Transformación*, Nueva York: Farrar y Rinehart, 1944

**Gráfico 3. Índice de precios internacionales de productos básicos, 2003-2008 (2003=100)**



VVAA: *Information economy report 2005*, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2006

- Muchos inversores llevaban a cabo sus operaciones recurriendo a un elevado apalancamiento financiero, lo cual es sinónimo de operar con un altísimo riesgo si el ciclo alcista se rompe, como de hecho ocurrió en el año 2008, conduciendo a una multitud de inversores a la suspensión de pagos<sup>27</sup>
- Se registró un notable aumento de las transacciones en los mercados bursátiles en detrimento de la economía real<sup>28</sup>. Esto es, se redujo considerablemente el peso de la economía productiva frente a la financiera. Se descuidaron los beneficios, es decir, los resultados operativos de negocio para favorecer las estrategias de internacionalización y consolidación de mercados, lo cual fue un gran

<sup>27</sup> VVAA: *El drama del apalancamiento*. El Confidencial, Madrid, octubre 2008 [http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2008/10/01/noticias\\_25\\_drama\\_apalancamiento\\_muchos\\_inversores\\_pueden.html](http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2008/10/01/noticias_25_drama_apalancamiento_muchos_inversores_pueden.html)

<sup>28</sup> GOLDSMITH, Edward et al. 1991: *The Imperialist Planet*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press

error pues como se adelantó, el modelo de negocio se modificó por completo; perdiéndose la esencia de la economía de mercado: los beneficios del negocio<sup>29</sup>. Este fenómeno ya lo describió Keynes al poner de manifiesto que los mercados financieros tienen una relación ambivalente con la esfera productiva<sup>30</sup>.

En definitiva, existían una serie de desequilibrios objetivos que facilitaban la formación de burbujas especulativas cuyas consecuencias se advertían ya inevitables. A continuación se analiza la naturaleza de la especulación para entender el concepto en mayor profundidad con el objeto de entender su naturaleza.

Como se ha puesto de manifiesto, el modelo de economía de mercado fía su crecimiento y progreso a la especulación y, concretamente, a la especulación financiera. Este fenómeno se puede confirmar con en el siguiente gráfico, en el cual se observa un crecimiento desproporcional de las finanzas en comparación con el comercio real, el cual ha experimentado una tendencia ascendente lineal. Sin embargo, el sector financiero se ha multiplicado (especialmente desde principios del S. XXI<sup>31</sup>), siendo actualmente la diferencia con el comercio real en términos relativos de hasta un 360%<sup>32</sup>.

---

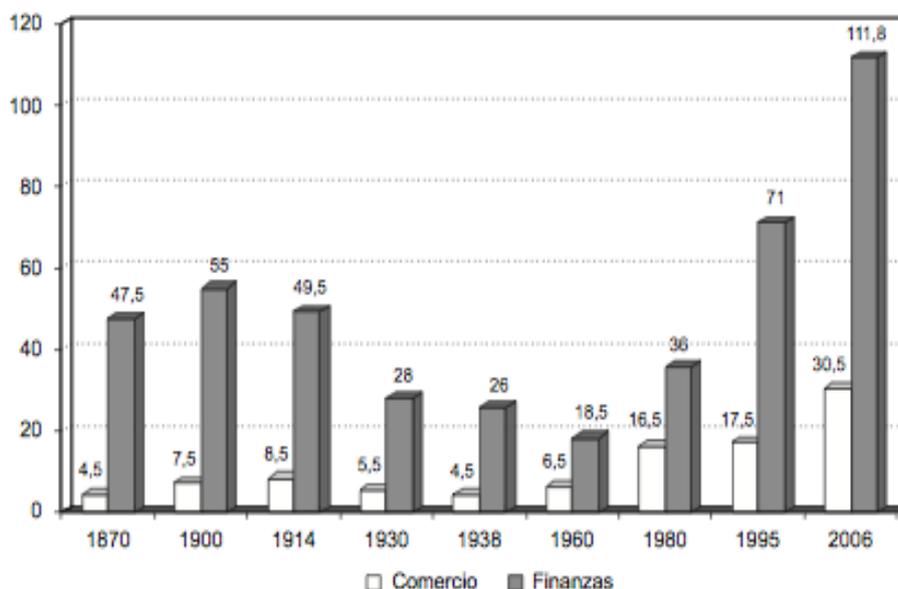
<sup>29</sup> LACALLE, D.: *Nosotros los mercados*, Planeta-Deusto, Madrid, 2012

<sup>30</sup> KEYNES, J. M.: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Payot, París, 1969.

<sup>31</sup> FRIEDMAN, TH.: *The World is Flat. A Brief History of the Globalized World in the 21st Century*, Penguin Books, Nueva York, 2005

<sup>32</sup> EPSTEIN, Gerald: *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre 2001

**Gráfico 4. Comercio (exportaciones como porcentaje del PIB) y finanzas (activos externos netos como porcentaje del PIB) mundiales**



VVAA: *2007 World Economic Outlook (WEO)*, Publicaciones Fondo Monetario Internacional (FMI), Nueva York, 2007

### 3.3 La lógica de la especulación financiera

Después de haber analizado los nexos causales entre burbuja especulativa y crisis económica es necesario entender la lógica de la especulación que genera dichas burbujas. La especulación financiera no es producto del azar ni de la concurrencia de circunstancias excepcionales, sino que obedecen a una lógica que se analiza en el presente epígrafe.

Basar el sistema económico en la especulación como forma de progreso lleva a medio plazo a situaciones de inestabilidad. En este sentido, hay etapas de fuerte crecimiento, seguidas de profundas depresiones<sup>33</sup>, que en ningún caso compensan

<sup>33</sup> En el lenguaje económico los periodos de depresión se conocen como “vacas flacas”, mientras que los periodos de crecimientos son las denominadas “vacas gordas”

los efectos positivos generados en los periodos de crecimiento. MINSKY<sup>34</sup> aduce que una expansión económica continua producto de la especulación hace que prestamistas y prestatarios estén en disposición de aceptar mayores riesgos, de tal manera que empresas saneadas con un perfil de financiación conservador se transforman paulatinamente en empresas con financiación de carácter especulativo<sup>35</sup>. De tal manera que aunque de forma coyuntural se produzca un evento imprevisto ya sea externo o interno, las empresas especulativas no pueden hacer frente a sus deudas, por lo que entran en suspensión de pagos o recurren a más deuda (si las entidades financieras se la conceden), lo que las lleva a una situación de extrema fragilidad financiera. MINSKY expone que, ante la inexistencia de dificultades económicas, se genera una economía expansiva en la que las posiciones cortoplacistas, el riesgo, las innovaciones financieras y la deuda lo son todo. En este sentido, cuanto mayor sea el periodo expansivo de la economía, mayores serán también los desequilibrios del sistema<sup>36</sup>. El problema es que cuando los agentes económicos son conscientes del riesgo asumido es demasiado tarde, y ante el pánico y la preocupación manifiesta de no poder pagar las deudas se incrementa la demanda de liquidez<sup>37</sup>, por lo que tanto las familias como las empresas e, incluso, los Estados<sup>38</sup> intentan vender sus activos. Se llega entonces al “momento MINSKY<sup>39</sup>”, en el cual la economía entra en un periodo de recesión agravado por una crisis deflacionista de activos.

Para cerrar este epígrafe, se observa que concurren importantes deficiencias en la política monetaria y fiscal, así como un exceso de apalancamiento y deuda en términos absolutos. Asimismo, la falta de actividad de los entes reguladores y

---

<sup>34</sup> MINSKY, H: *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper núm. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Nueva York, 1992

<sup>35</sup> Para MINSKY, las empresas con un perfil conservador se corresponden con el prestatario libre de riesgo con un fondo de comercio y solvencias a medio y largo plazo estable. Sin embargo, el perfil conservador se caracteriza por un fondo de maniobra insuficiente pero con un pasivo a medio y largo plazo estable

<sup>36</sup> En los periodos expansivos se descuida la economía productiva ganando terreno las posturas financieras especulativas

<sup>37</sup> KEYNES, J. M.: *Treatise on Money*, New York, AMS Press, 1976

<sup>38</sup> Los Estados al tener un mayor elenco de posibilidades pueden: reducir el gasto y la inversión pública e incrementar la carga fiscal

<sup>39</sup> GIRÓN, ALICIA Y CHAPOY, ALMA: *Financiarización y titulización: Un momento Minsky*, economía unam, vol.6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma de México, 2009

supervisores ha contribuido a profundizar en los desequilibrios generados por los anteriores factores.

## 4. EFECTOS NEGATIVOS DE LAS CRISIS GENERADOS POR LA ESPECULACIÓN FINANCIERA

El proceso descrito en los capítulos anteriores es un círculo vicioso que se repite periódicamente, desencadenando una serie de consecuencias negativas para la sociedad, entre las cuales se pueden identificar dos grandes grupos: consecuencias económicas, laborales y sociales:

### 4.1 Consecuencias macroeconómicas

- Incremento de la inflación en las primeras etapas de la crisis, lo que encarece la cesta de la compra a la unidades domésticas. Asimismo, y como contrapartida a la inflación, los Bancos Centrales suelen subir los tipos de interés para reducir la inflación, lo que, entre otras cosas, incrementa el coste de la financiación así como el de las hipotecas. En todo caso, este incremento de las hipotecas no es muy sustancial en términos relativos si se compara con los tipos medios de interés exigidos durante los años 80 y 90.
- Especialmente en la crisis originada en el año 2008, una de las mayores consecuencias negativas ha sido la crisis de deuda pública, la cual se ha hecho notar con singular crudeza en la zona Euro. Con los mercados financieros inusualmente inestables, los Estados con mayor déficit tuvieron graves dificultades para acceder a la financiación exterior, pues el riesgo de impago (lo que se conoce en el argot financiero como *default*) se multiplicó, especialmente desde el rescate a Grecia en el año 2010. Ante esta situación, los inversores exigieron una rentabilidad muy superior a lo que venía ser costumbre en el mercado de deuda pública, puesto que este tipo de deuda, especialmente en Estados occidentales, se suele considerar de riesgo moderado. Pues bien, las primas de riesgo<sup>40</sup> aumentaron de forma dramática, llevando a algunos Estados como: Portugal, Irlanda y

---

<sup>40</sup> Es la diferencia en el tipo de interés que se paga entre un país y Alemania, considerado un bono de bajo riesgo crediticio

Chipre a pedir el rescate a la Troika<sup>41</sup>. De esta forma se evitó la suspensión de pagos, cuyas consecuencias hubiesen sido catastróficas para la sociedad. No obstante, el rescate no estuvo exento de coste social, pues en los Memorándum de entendimiento se exigió la implementación de un riguroso programa de reformas coyunturales y estructurales, entre los cuales se pueden destacar los importantes recortes sociales.

- El aumento de los impuestos indirectos para contrarrestar la merma de ingresos públicos en las arcas de los Estados no hacen más que perjudicar la situación de los comerciantes, cuyas ventas no se ven sólo reducidas por la menor renta disponible de los ciudadanos, sino que a ello hay que sumar el incremento de los precios como consecuencia de la subida de los impuestos indirectos<sup>42</sup>. En consecuencia, el crecimiento de las economías nacionales se resiente ya que este fenómeno afecta a la variable del consumo<sup>43</sup>, que en Europa supone hasta un 70% de la demanda agregada.

#### **4.2 Consecuencias microeconómicas**

- El cierre de negocios como consecuencia de la crisis de consumo, la falta de acceso al crédito y los impagos de créditos por parte de deudores y clientes. España es un claro ejemplo, donde se han perdido un 20% de empresas desde el inicio de la crisis<sup>44</sup>.
- El estallido de las burbujas que se crearon durante las épocas de bonanza llevan a que los activos subyacentes pierdan una gran parte de su valor realizable (precio de mercado) rápidamente y de forma radical. De tal manera que los propietarios de esos activos sufren de manera sobrevenida

---

<sup>41</sup> Asociación del Banco central europeo, más el Fondo monetario internacional y la Comisión Europea

<sup>42</sup> Es un fenómeno que ocurre especialmente en Iberoamérica y Europa debido al mayor protagonismo del Estado en las relaciones económicas. En Europa, se lleva a cabo a través del incremento del IVA y de algunos impuestos especiales (alcohol, tabaco, hidrocarburos, etc.)

<sup>43</sup> Fórmula de la demanda agregada de Keynes

<sup>44</sup> Datos del Directorio Central de Empresas del Instituto Nacional de Estadística (INE), 2013.

una pérdida patrimonial muy cuantiosa susceptible de desencadenar importantes desequilibrios en sus balances. Un ejemplo muy reciente, es la pérdida de valor de los bienes inmuebles en Europa, pero especialmente en España donde la burbuja inmobiliaria no tuvo parangón. En este sentido, muchas viviendas han perdido hasta el 50% de su valor<sup>45</sup> de adquisición. Especial atención merece la situación de muchas familias en España que con varios de sus miembros en paro y casi sin ingresos han de hacer frente a sus hipotecas a sabiendas que aunque quisiesen enajenar su vivienda para poder saldar la deuda con el banco, ello no sería suficiente, habida cuenta de que el precio de las mismas es muy inferior al de su compra. A todo ello hay que sumar el drama de las ejecuciones hipotecarias a través de los procesos de desahucio por los cuales muchas personas se están viendo privadas de sus viviendas condenándolas a la exclusión social.

### 4.3 Consecuencias laborales

- Incremento del desempleo. Uno de los primeros efectos de la crisis económica es el aumento del paro. No obstante, la fuerza con la que se ha destruido empleo en la presente crisis ha sido especial. En la zona Euro se pasó de un paro del 7,5% a un 12%<sup>46</sup>, afectando de manera desigual a su Estados miembro. Por ejemplo, en España, la tasa de desempleo escaló desde el 8% del año 2007 a un 26%<sup>47</sup> en el año 2013. Por lo tanto, la elasticidad del mercado laboral es muy distinta dentro de la zona Euro dependiendo del país analizado. No obstante, la correlación entre el descenso del PIB y el aumento del desempleo es meridianamente clara.
- Descenso de los salarios. Las economías en recesión han de ganar en productividad para hacer frente a la competencia exterior. Consecuentemente, una de las formas más efectivas de aumentar esa competitividad es mediante la rebaja de los salarios. En este sentido, según

---

<sup>45</sup> Datos hechos públicos por el Banco de España (BdE) en su Boletín económico de 2013. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/indeco.html>

<sup>46</sup> Datos de EUROSTAT

<sup>47</sup> Datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) provenientes de la Encuesta de Población Activa (EPA)

la OIT<sup>48</sup>, en Europa central y oriental el crecimiento de los salarios reales ha descendido, pasando de un ,6% en 2007 al 4,6% de 2008 y al -0,1% en 2009.

#### 4.4 Consecuencias sociales y políticas

- Incremento de la crispación ciudadana ante los desequilibrios generados por la crisis económica. Los ciudadanos son conscientes de la gravedad de la situación. Prueba de ello es que los europeos sitúan entre sus primeras preocupaciones el estado de la economía<sup>49</sup>, mientras que en los Estados donde la crisis ha tenido mayor incidencia (especialmente en el aumento del paro), la preocupación por perder el empleo es la primera<sup>50</sup>. Todo ello ha tenido como consecuencia un estallido social caracterizado por la ruptura entre la clase política, los agentes sociales (sindicatos y patronal) y la sociedad civil. Movimientos como el 15M o “*Occupy Wall Street*” son prueba del hartazgo e indignación de los ciudadanos. Este fenómeno también ha tenido incidencia en el creciente número de manifestaciones convocadas.
- Otra de las consecuencias negativas de estas crisis generadas por la burbuja especulativa financiera ha sido el descrédito de las instituciones públicas, a las cuales, los ciudadanos, han corresponsabilizado de la crisis junto a los mercados financieros<sup>51</sup>. Los ciudadanos tienen la convicción de que se podría haber actuado con anterioridad al estallido de la crisis para

---

<sup>48</sup> OIT-Organización Internacional del Trabajo-, *Informe mundial sobre salarios 2010/11*, p.2, <http://www.ilo.org/wcmsp5/groups>

<sup>49</sup> 2013 EUROSTAT *yearbook*. (Se recogen estudios económicos y demoscópicos) . [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Europe\\_in\\_figures\\_-\\_Eurostat\\_yearbook](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Europe_in_figures_-_Eurostat_yearbook)

<sup>50</sup> En España, según el Barómetro del CIS de septiembre de 2013; el desempleo se situó como la mayor preocupación entre los españoles. A continuación la situación económica. [http://www.cis.es/cis/opencm/ES/1\\_encuestas/estudios/ver.jsp?estudio=14028](http://www.cis.es/cis/opencm/ES/1_encuestas/estudios/ver.jsp?estudio=14028)

<sup>51</sup> *Eurostat's yearbook*. Los europeos culpan a sus Instituciones de no haber atajado las burbujas especulativas cuando se tuvo conocimiento de ellas [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Europe\\_in\\_figures\\_-\\_Eurostat\\_yearbook](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Europe_in_figures_-_Eurostat_yearbook)

intentar mitigar sus efectos negativos. Este comportamiento demoscópico actual coincide con el observado en crisis pretéritas<sup>52</sup>.

Este deterioro se ha contagiado también a los partidos políticos, los cuales son identificados, por los ciudadanos, como parte del problema y no de la solución. En este sentido se han pronunciado numerosos economistas y politólogos<sup>53</sup>, haciendo hincapié en la profunda crisis que atraviesa el sistema político y apuntando que aunque la crisis económica se resuelva en un futuro próximo, no ocurrirá lo mismo con la política, cuya clase sufre un descrédito sin precedentes.

---

<sup>52</sup> O'BRIEN, ROBERT Y MARC WILLIAMS: *Global political economy: Evolution & dynamics*, Palgrave, Nueva York, 2004.

<sup>53</sup> VVAA: *La crisis de la clase política*, Foreign Policy magazine, junio 2013.

## **5. PROPUESTAS PARA HACER FRENTE A LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS**

Una vez argumentado que el modelo económico ha basado su crecimiento en la especulación financiera es momento de definir el plan de actuación para evitar que esta situación se perpetúe en el tiempo.

Una investigación profunda y sistemática del funcionamiento de la economía de mercado lleva a identificar una serie de áreas en las que es recomendable llevar a cabo intervenciones para corregir los desequilibrios de la economía garantizando que ésta no base su crecimiento en las burbujas especulativas. Estas áreas en base a lo planteado en los epígrafes anteriores son las siguientes:

1. La política monetaria
2. La actividad de los entes reguladores y supervisores
3. El abuso de la deuda
4. La política fiscal

Las recomendaciones que se van a exponer a continuación no persiguen un crecimiento económico sostenido parecido al que las economías han experimentado en las épocas de bonanza (y especulación financiera), sino un crecimiento económico más moderado pero sobre todo sostenible en el tiempo sin grandes fluctuaciones. De esta forma, se evitan los ciclos económicos abogando por un crecimiento moderado continuado. Todo ello sin la concurrencia de hechos extraordinarios<sup>54</sup> que por su gravedad y alcance puedan modificar la demanda agregada de las naciones.

A continuación se expondrán las grandes áreas de actuación y se argumentará qué líneas maestras seguir:

---

<sup>54</sup> Catástrofes naturales (terremotos, huracanes, tsunamis, etc.), guerras, condiciones climatológicas adversas (abundantes sequías o inundaciones), etc.

## 5.1 La política monetaria

La política que arrastramos desde finales del siglo anterior hasta la actualidad de imprimir moneda es sinónimo de sustraer dinero al ahorrador para entregárselo al endeudado (al incrementar la masa monetaria, la inflación crece, y por tanto el dinero se deprecia). No obstante, esto no ha importado contribuyendo a crear una inflación continua generadora de burbujas especulativas al incrementar artificialmente precios.

Tradicionalmente se nos ha dicho que la deuda no es un problema porque siempre se pueden bajar los tipos de interés e imprimir moneda de tal manera que la deuda pueda ser repagada. Para ello se ha requerido la connivencia de una amplia variedad de agentes económicos desde: empresas, Banco Centrales, inversores y hasta gobiernos. No obstante, lo lógico como consecuencia de lo anterior es llegar a la conclusión de que las políticas de estímulo monetario no pueden ser indefinidas puesto que contribuyen a crear burbujas. Lo cual es cierto sobretodo cuando estas políticas en vez de tener carácter extraordinario pasan a tener carácter ordinario, lo cual incrementa los riesgo de manera excepcional<sup>55</sup>.

Aunque pueda parecer sorprendente, las políticas de estímulo monetario han sido las verdaderas protagonistas de los últimos años. Desde 2010 se ha impreso dinero por valor de 9 billones de dólares (\$9.000.000.000.000), lo equivalente a que cada ciudadano del planeta se hubiese comprado a crédito un televisor de TFT. En definitiva, las políticas de estímulo monetario continuadas tienen efectos negativos, entre los cuales podríamos distinguir<sup>56</sup>:

- Produce inflación en las materias primas, especialmente en el sector energético<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> ALAN GREENSPAN –ex gobernador de la Reserva Federal (FED)- en una conferencia en Chicago en el año 2006

<sup>56</sup> Análisis de riesgos elaborado por Credir Suisse y Boenning & Scattergood

<sup>57</sup> Generan entre un 0,90 y 1,10% de inflación anual adicional en el sistema según estudios de D'Amicco & King, Yellen y Gagnon.

- No genera efecto riqueza, esto es, las economías domésticas no se lanzan a consumir ni las empresas a invertir cuando los movimientos inflacionistas no se corresponden con la economía productiva
- No contribuye al crecimiento económico toda vez que no se genera actividad industrial ni de servicios<sup>58</sup>

Sin embargo, como contrapartida, cabría esperar que el aumento de la base monetaria incrementase la velocidad de circulación del dinero, lo que en definitiva crea riqueza. No obstante, esto no ha ocurrido, más bien el efecto contrario como se puede observar en el siguiente gráfico<sup>59</sup>

**Gráfico 5. Velocidad de circulación del dinero (VELOM 2)**



VVAA: *VELOM 2 -World stock indexes-*, Publicaciones Bloomberg, 2010

En definitiva, los Bancos Centrales han creado una base monetaria falsa sin efectos positivos y con todos los efectos negativos que esta política produce. Es por ello que no deberíamos alegrarnos cuando el BCE anuncia que va a reducir

<sup>58</sup> Véase el ISM, índice que indica si la economía se encuentra en fase de contracción o expansión

<sup>59</sup> VELOM2 Index de Bloomberg

los tipos de interés e imprimir moneda, puesto que ello no es la solución sino que contribuye al problema que queremos evitar: las burbujas.

En consecuencia, el BCE y la FED deberían mantener posiciones más restrictivas evitando los estímulos monetarios indiscriminados. Aumentar la base monetaria frente a problemas coyunturales es una estrategia que funciona, existiendo un consenso en la literatura<sup>60</sup>. Sin embargo, lo que no se puede hacer es basar el crecimiento de la economía indefinidamente en una política monetaria expansiva, ya que éste, como se ha analizado, es inestable, artificial y generador de burbujas. Es por ello recomendable que cuando las economías occidentales salgan definitivamente de la recesión y se instalen en el crecimiento económico, se aumenten los tipos de interés y se restrinjan los estímulos monetarios con el objeto de mantener la inflación equilibrada, manteniendo el poder adquisitivo de las familias. De esta forma se evita el efecto especulativo descrito por KEYNES<sup>61</sup> y la formación de burbujas especulativas.

## **5.2 La actividad de los entes reguladores y supervisores**

El modelo de economía de mercado tiene una serie de debilidades que se conocen como fallos de mercado generadores de desequilibrios, el que nos importa en este punto es la dificultad que tiene para regularse a sí mismo en momentos de incertidumbre. Los teóricos del neoliberalismo argumentan como ya hizo ADAM SMITH que el mercado se regula a sí mismo y que por tanto no es necesaria la intervención del Estado para garantizar que el mercado funcione adecuadamente. Sin embargo, esta afirmación es sólo válida para cuando la economía crece y se comporta de forma racional dentro de los cánones de la competencia perfecta. No obstante, ni la economía crece siempre ni todas las relaciones económicas se subsumen al ámbito de la competencia perfecta. En este sentido, las asimetrías de información son una constante en el capitalismo, esto es, unos agentes tienen una información que los otros agentes desconocen, lo que genera un desequilibrio.

---

<sup>60</sup> KRAUSMANN, FRIDOLIN, SIMONE GINGRICH, NINA EISENMENGER, KARL-HEINZ ERB, HELMUT HABERL, MARINA FISCHER-KOWALSKI: *Growth in global materials use, GD and population during the 20th century*, Ecological Economics, 2009

<sup>61</sup> KEYNES, J. M.: *Treatise on Money*, New York, AMS Press, 1976

Con la configuración actual del mercado financiero se prima al gran inversor en detrimento del pequeño inversor de tal manera que un *hedge fund* o una fortuna puede llevar a cabo operaciones intradía de gran calado, lo que genera, en primer lugar, una alta volatilidad del producto y, en segundo lugar, que dicho producto experimente una importante fluctuación en su cotización. En este sentido, unos pocos inversores pueden inflar o colapsar un producto en cuestión de horas alterando las normas clásicas del mercado. Por tanto, es deseable una regulación que limite las operaciones de los grandes agentes, los cuales verdaderamente especulan a veces de manera muy peligrosa con productos sanos convirtiéndose de facto en los verdaderos dueños del mercado.

Asimismo, siguiendo las declaraciones (se citan literalmente) del comisario de servicios financieros de la UE, MICHEL BARNIER<sup>62</sup>, de abril de 2013, que a pesar de ser muy generalista, en opinión del presente autor va en la correcta dirección:

*La UE y América han de avanzar de manera decisiva hacia la instauración de un sistema financiero más seguro, abierto y responsable para así recuperar la confianza de los inversores, sobre todo la de los más pequeños. Hay que abogar decididamente por reinstaurar un sistema en que la transparencia, responsabilidad y ética presidan las relaciones financieras para configurar un mercado a disposición de la economía real y no de la especulativa.*

Para asegurar el correcto funcionamiento del mercado es necesario fijar límites a las posiciones de los corredores de bolsa en los mercados bursátiles<sup>63</sup> y derivados de materias primas<sup>64</sup>. El objetivo es hacer frente a la galopante especulación de productos agrícolas y energéticos. En consecuencia, todos estos esfuerzos han de

---

<sup>62</sup> BARNIER, M: *Respuesta al cuestionario del Parlamento Europeo*, Comisión UE, enero 2014

<sup>63</sup> En España se prohibió las posiciones a corto durante un periodo determinado debido a la extrema especulación que condujo a que el IBEX 35 se desplomase

<sup>64</sup> La especulación con materias primas puede encarecer de manera artificial sus precios perjudicando a las clases sociales más vulnerables. Véase a este respecto: VVAA: *La crisis alimentaria y la subida de materias primas*, ABC, Madrid, 2012. <http://www.abc.es/20120817/economia/abci-crisis-alimentaria-subida-materias-201208170859.html>

servir para luchar contra la especulación de productos de primera necesidad, que por su naturaleza son un asunto de supervivencia para millones de personas en todo el mundo<sup>65</sup>.

Por otro lado, es necesario desarrollar un nuevo marco regulatorio que tenga como objeto delimitar el marco de actuación de las plataformas de negociación alternativas (*organised trading facilities* -OFT-), que nacieron con la liberalización del sector bursátil y que hasta la fecha no están reguladas. Asimismo, siguiendo las recomendaciones del Comisario de economía de la UE es también preciso profundizar en reglas para el *trading* de alta frecuencia. En este sentido, las empresas que los utilicen deberán aplicar sistemas para evitar que las transacciones se embalen y los algoritmos empleados deberán ser sometidos a control de organismos independientes recibiendo el visto bueno para su uso. Asimismo, todas las operaciones deberán ser registradas para que en el caso de que el ente supervisor lo considera necesario en un momento determinado pueda tener la facultad de revisarlas. Todo ello deberá ir acompañado de un conjunto de sanciones administrativas armonizadas<sup>66</sup> para que en el supuesto de infracción de dichos preceptos se aplique la correspondiente sanción.

Sin perjuicio de lo anterior, resulta imprescindible establecer como norma básica de carácter indefinido los requisitos de solvencia a las entidades bancarias habida cuenta de la importante descapitalización que estos entes han experimentado como consecuencia de una política especulativa de altísimo riesgo con resultados extremadamente negativos<sup>67</sup> y que en última instancia han pagado los ciudadanos a través de los programas de rescate de entidades financieras. En definitiva, los bancos centrales han de llevar un profundo control de las actividades bancarias estableciéndose responsabilidad solidaria para los funcionarios, que en el ejercicio de sus competencias, no adviertan ni persigan comportamientos anómalos de dichas entidades. Con ello se permite perseguir situaciones insólitas

---

<sup>65</sup> Intermon Oxfam y otros colectivos sociales han reclamado al Parlamento Europeo medidas en este sentido. No obstante, los resultados hasta la fecha han sido muy discretos. Véase la *directiva de mercados de instrumentos financieros* (MiFID)

<sup>66</sup> Cuantos más Estados apliquen dicho marco normativo, mayor será la eficiencia de la norma

<sup>67</sup> Véase Lehman Brothers, Bank of America, bancos pequeños americanos dedicados al sector inmobiliario y cajas de ahorro en España

como la protagonizada por el Banco de España que no advirtió de los riesgos contables evidentes de algunas entidades bancarias y cuando los identificó era ya demasiado tarde lo que llevó a tomar decisiones equivocadas como las *fusiones frías*<sup>68</sup> entre cajas de ahorro<sup>69</sup>, cuyos resultados fueron muy negativos.

En conclusión, es preceptivo prever nuevos mecanismos de supervisión, fortalecer y mejorar los actuales y configurar nuevos sistemas de responsabilidad solidaria para los entes reguladores que en el ejercicio de sus competencias actúan de manera negligente o dolosa.

### 5.3 El abuso de la deuda

La deuda en sí misma no es mala, es más, constituye una herramienta esencial para que la economía funcione y eso nadie lo pone en duda. Sin embargo, la deuda es extremadamente nociva cuando no contribuye a generar rentabilidad<sup>70</sup>.

Por otro lado, comprar bonos cuyo riesgo intrínseco está subestimado por presiones intervencionistas es muy arriesgado ya que se disfraza su verdadero riesgo. Este hecho se ha podido observar con los bonos basura, mal llamados de alto rendimiento cuando en realidad de lo que se está hablando es de bomba de relojería. Ocurrió con bonos corporativos en EEUU y también con la deuda soberana griega. Intentar crear una imagen falsa para inflar el precio de un producto que se sabe es malo es contribuir a una especulación irracional cuyos desequilibrios a corto y medio plazo son enormes<sup>71</sup>.

---

<sup>68</sup> *Holdings* que agrupan a varias entidades bancarias a cuya cabecera ceden cierto poder económico y político, pero que les permiten operar manteniendo la marca y cierto grado de independencia

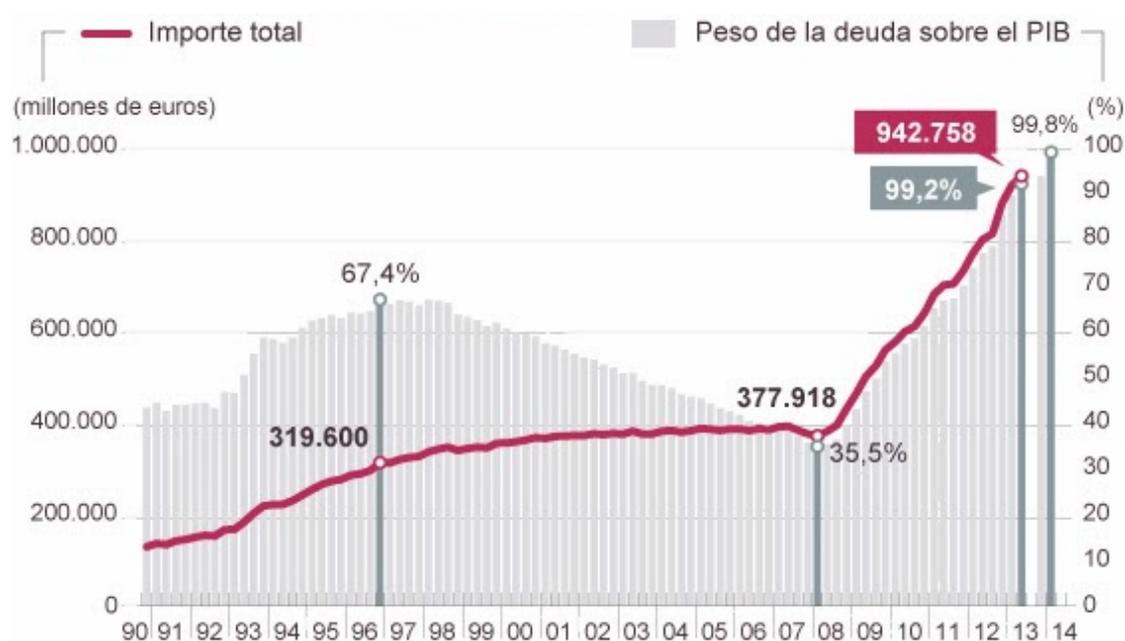
<sup>69</sup> Real Decreto Ley 11/2010 de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos jurídicos de las Cajas de Ahorro

<sup>70</sup> “El coste de capital (*wacc*) ha de permanecer por debajo del crecimiento/ ganancias. Lo contrario es perder dinero”. DANIEL LACALLE: *Nosotros los Mercados*. Grupo Planeta. Deusto. Madrid, 2013

<sup>71</sup> HOFFINGER, D.: *US Bank Stock and the subprime crisis*. Der Deutschen Bibliothek, 2009.

En relación a la deuda pública, el abuso de la misma ha llevado a que Estados como España hayan multiplicado su porcentaje de deuda pública sobre el PIB hasta límites desconocidos hasta la fecha.

### Gráfico 6. Evolución de la deuda pública del Estado español



VVAA: *Contabilidad Nacional de España*, INE, Madrid, marzo 2014

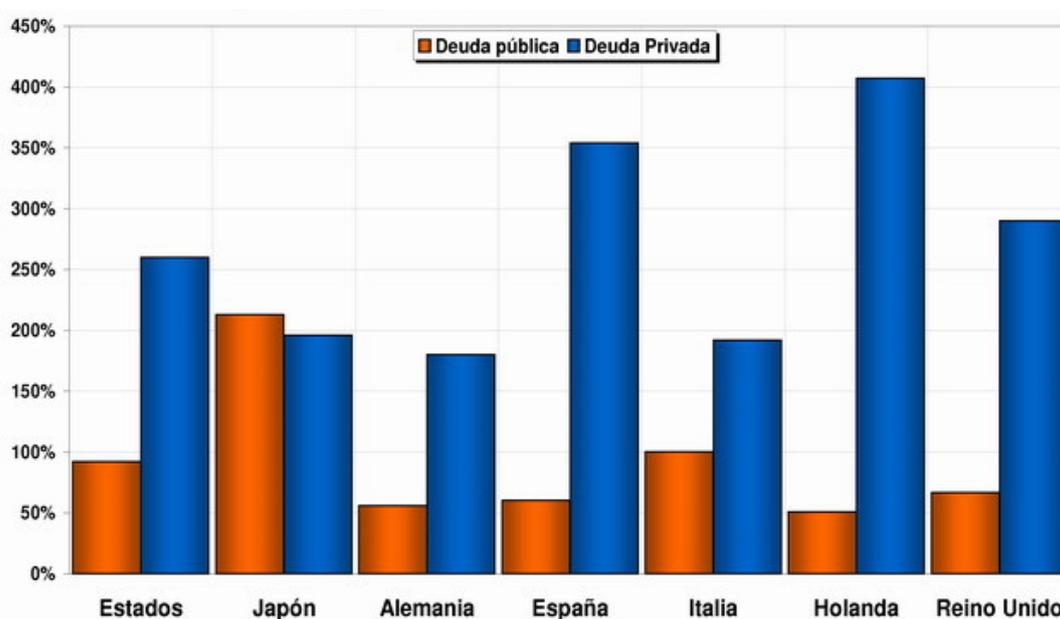
En este sentido, España ha tenido que incrementar su partida presupuestaria para la pagar los intereses de la deuda en una cuantía más que considerable, llegando a sobrepasar a la partida de gastos de personal. Esto es debido al incremento base de la deuda pero sobre todo a la rentabilidad exigida por el mercado para colocar dicha deuda soberana. Esta situación se repite en una gran parte los países de la Eurozona, especialmente lo más meridionales. No obstante, el mercado de deuda ha evolucionado positivamente desde el año 2013, llevando a una reducción de las primas de riesgo y por tanto, a un menor desembolso en intereses de deuda. Sin embargo, los países que han sido rescatados por la Troika<sup>72</sup> para evitar la suspensión de pagos han sufrido severos programas de estabilización y corrección del déficit, lo que ha llevado a un sufrimiento innecesario de la población, la cual

<sup>72</sup> Comisión Europea, FMI y BCE

no es en absoluto responsable de los excesos de sus gobiernos en cuanto al incremento injustificado de la deuda, así como de la corrupción y la mala gestión.

Sin embargo, no es sólo un problema de deuda pública; la deuda privada también es especialmente alta en varios países de la Eurozona incluyendo España como de hecho se puede observar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 7. Deuda pública y privada como porcentaje del PIB a diciembre de 2012**



VVAA: *2013 World Economic Outlook (WEO)*, Publicaciones Fondo Monetario Internacional (FMI), Nueva York, 2013

El abuso indiscriminado de deuda por parte de las empresas europeas (especialmente en España) para acometer procesos de internacionalización y expansión ha sido claramente excesivo. Prueba de ello es que muchas de ellas han tenido que vender participaciones y filiales radicadas en el extranjero para poder equilibrar sus balances<sup>73</sup>.

En definitiva, el abuso de la deuda como instrumento para procurar un mayor nivel de desarrollo ha demostrado ser un fracaso y en este sentido es preceptivo referirse a un informe del FMI en el que se demuestra que si se ajusta el efecto de

<sup>73</sup> Véase Santander, BBVA, Telefónica, etc.

la deuda, algunos países entre ellos: Reino Unido, Italia, EEUU y España prácticamente no han crecido en los últimos diez años<sup>74</sup>. Es necesario plantearse si aumentar el gasto público mediante la emisión de más deuda es recomendable o por el contrario genera una espiral de despropósitos cuyos efectos a medio y largo plazo son desastrosos.

Ante la tendencia global de crear una burbuja de deuda pública y privada es imprescindible poner un límite.

- Para el control de la deuda pública es necesario tener unos presupuestos equilibrados con una tendencia al déficit cero para evitar un exceso de emisión de deuda. Es por ello muy recomendable introducir en los textos constitucionales el límite de déficit como ya han hecho algunos Estados como España<sup>75</sup>. Asimismo, es conveniente crear unas agencias de calificación (*rating*) a nivel europeo. Dichos entes, que deberán calificar las deudas soberana de los Estados miembro, deberán ser instituciones independientes para alejar toda duda de intromisión de los gobiernos comunitarios en las calificaciones otorgadas. Parece muy complicado que sean independientes pero desde luego es posible.
- Para el control de la deuda privada es preceptivo desincentivar el incremento de la deuda en las empresas a través de un nuevo modelo fiscal que penalice a aquellas sociedades cuyos niveles de pasivo sean altos en comparación con la media en condiciones normales del sector<sup>76</sup>. Cuando la sociedad exceda de dicho límite se debería aplicar un impuesto de sociedades mayor conforme al grado de exceso. También existe la posibilidad de una legislación que vaya en sentido contrario, es decir, que se bonifique en el impuesto de sociedades a aquellas sociedades cuyos niveles de deuda estén por debajo de los definidos para el sector.

---

<sup>74</sup> Crecimiento real del PIB excluyendo el efecto del aumento de la deuda externa (USD, 1980=100) según informe del FMI

<sup>75</sup> Reforma constitucional aprobada por las Cortes Generales españolas en 2010 por exigencia de la UE

<sup>76</sup> Se ha de analizar los niveles de deuda normales del sector en el que opera la sociedad para establecer un límite. No es lo mismo una empresa energética cuyos niveles de apalancamiento son muy altos debido a la elevada inversión en capital

## 5.4 La política fiscal

La política fiscal la dirige el Estado a través de los ingresos (impuestos) y gasto público a través de los Presupuestos generales del Estado (PGE). Por lo tanto, al ser competencia del Estado éste ha de ser el responsable a la hora de configurar una política fiscal que tenga como objetivo el crecimiento coadyuvando a reducir el riesgo de burbujas y garantizando un Estado de bienestar en el que se pueda incluir el mayor número de prestaciones sociales.

Para desarrollar este punto, es necesario dividirlo previamente en dos grandes áreas: una dedicada a la forma en la que se ha de desarrollar esta política y otra relativa al fondo, es decir, a los contenidos de la misma.

En primer lugar, en relación a la forma, es necesario para asegurar su ejecución que ésta sea homogénea, es decir, que los Estados desarrollen un mecanismo de cooperación en materia de política fiscal con el objeto de aplicarla de manera uniforme. En Estados Unidos, las líneas maestras en política fiscal son uniformes con algún matiz dentro de cada Estado, lo que tiene como consecuencia un efecto positivo en su PIB<sup>77</sup> de hasta un punto.

Esto no ocurre en Europa, donde la política fiscal común resulta hoy en día una quimera difícil de justificar teniendo en cuenta los graves desequilibrios que arrastra la UE por no haber reformado un área que resulta ser vital para la estabilidad económica. Es cierto que existen algunos impuestos configurados desde Bruselas a través de reglamentos o directivas, si bien, éstos son marginales y no afectan en absoluto a la configuración del sistema fiscal en su conjunto. Mención especial merece el IVA, cuya regulación se encuentra solamente acotada por la UE, pero no sus tipos. En este sentido, la UE establece el mínimo de IVA de los países comunitarios, nada más. En consecuencia, la UE debe configurar un sistema fiscal común que sirva de base para todos sus Estados miembro, lo que sin duda traería mayor estabilidad e inversión exterior<sup>78</sup>, siendo los principios

---

<sup>77</sup> Informe anual de *Bank of America. New York*, 2009

<sup>78</sup> Informe semestral del FMI de junio de 2012

rectores de dicho sistema: la progresividad, la solidaridad, la estabilidad y el objetivo de crecimiento.

Por otro lado, la UE debería abordar definitivamente la unión bancaria con el objeto de un mayor control sobre los bancos y los denominados Eurobonos (dentro de la Eurozona). Resulta un sin sentido que actualmente dependiendo del país, los inversores les exijan una rentabilidad distinta por los bonos cuando si uno de ellos tiene dificultad para financiarse ha de ser asistido por los otros Estados miembro. Lo lógico sería poder emitir bonos de manera solidaria de tal manera que todos los Estados pudiesen financiarse al mismo coste, sería desde luego lo más efectivo y ético habida cuenta que las instituciones políticas tendrían máximo cuidado con sus políticas evitando situaciones injustas en las que se perjudica a otro Estado miembro para beneficiar al propio<sup>79</sup>. La implementación de los Eurobonos no debe tener como respuesta un mayor tipo de interés (si bien en el contexto actual, es muy posible que esto ocurra) sino un mensaje de fortaleza y unidad dentro de la Eurozona que los mercados previsiblemente a medio plazo interpretarán de manera positiva, permitiendo que los Estados incurran en un menor coste de financiación, minorando la deuda y contribuyendo a la estabilidad presupuestaria.

En conclusión, se ha de promover una política fiscal europea básica<sup>80</sup> e implantar los Eurobonos dentro de la Eurozona.

En cuanto al fondo, es decir los contenidos de la política fiscal, ésta ha de girar en torno a dos ejes básicos: el proceso de consolidación fiscal y el control de los flujos de capital:

- El proceso de consolidación es básico para que se recupere la actividad económica, así como la confianza de los agentes que intervienen en el mercado. Hay muchos economistas que no piensan así, entre ellos PAUL KRUGMAN, quien defiende más gasto y más intervención

---

<sup>79</sup> MARTIN BELMONTE, S.: *Nada está perdido*. Icaria, 2011.

<sup>80</sup> Por ello se entiende que la UE establezca unos mínimos fundamentos jurídicos que posteriormente sean desarrollados por el legislador de los Estados miembro

gubernamental así como de los bancos centrales<sup>81</sup>. Como contrapartida propone reducir los salarios para impulsar la competitividad y subir masivamente los impuestos para compensar el proceso de estabilización. No obstante, no existen razones para apoyar este razonamiento habida cuenta de que las políticas de estímulo de gasto han sido un fracaso como han reconocido varios gobiernos e instituciones públicas<sup>82</sup>. Es más, el propio Keynes estaría en desacuerdo con estas políticas pues han de tener, en palabras suyas, carácter ordinario y no extraordinario<sup>83</sup>. Por otro lado, el consenso de economistas abogan por la austeridad como política más efectiva para combatir la crisis<sup>84</sup>. Uno de los postulados de esta escuela es el hecho de que defienden una intervención limitada del Estado en la economía, lo contrario afecta al sistema negativamente produciendo desequilibrios, especialmente el conocido como “*boom and boost*” (burbuja y pinchazo). Evitar cualquier tipo de burbujas ha de ser responsabilidad del Estado en el ejercicio de sus competencias, siendo ilógico que sea él mismo el que las produzca. Es por ello que se ha de poner sumo cuidado para evitar estas burbujas artificiales pero sobre todo innecesarias.

Por otro lado, las políticas de austeridad contribuyen a una mejora del escenario económico en los siguientes aspectos:

- Contribuye a liberar recursos financieros focalizados en sectores improductivos para destinarlos a actividades productivas. El 70% de los recursos de la banca europea se destinan comprar deuda pública, financiando así el gasto de las administraciones, lo que se conoce como el efecto “*crowding out*” (acaparador). Si el Estado dejase de acaparar el crédito

---

<sup>81</sup> KRUGMAN, P.: *La locura de la austeridad europea*, New York Times, septiembre 2012

<sup>82</sup> Informe de la actividad económica de la UE de la Comisión Europea, junio, 2013

<sup>83</sup> Otros economistas como EMILIO ONTIVEROS de AFI y JAN HATZIUS de Goldman Sachs coinciden en este extremo del carácter provisional de las políticas de estímulo

<sup>84</sup> Véase la escuela austriaca con referentes como: LUDGIW VON MISES, GEORGE REISMAN, FREDRICH HAYEK, JESÚS HUERTA DE SOTO

disponible y de gastar de manera abusiva en sectores improductivos que no crean empleo ni riqueza, ese crédito podría ser destinado a las pequeñas y medianas empresas que lo necesitan para continuar sus negocios y no verse obligados a cerrar o a reducir sus dimensiones.

- Proyecta la economía hacia una esfera de mayor productividad. No es extraño que la productividad decrezca cuando aumenta el gasto público<sup>85</sup>. Una gran parte del gasto público en los programas de estímulo se destina a industrias en clara decadencia e improductivas (minería del carbón) así como a sectores de bajo valor añadido e improductivas (obra pública). Es necesario destinar esos recursos a sectores de alto valor añadido y dejar de rescatar a empresas o sectores condenados a desaparecer. Mantener sectores que en condiciones normales son inviables sólo contribuye a crear burbujas artificiales. Por lo tanto se identifican dos elementos: primero, a menos gasto público, mayor productividad y, segundo, el gasto público cuando se incurra en él debe destinarse a crear valor añadido ya sea social o económico.
  
- Crea empleo, no lo subvenciona. Cuando la administración destina sus recursos a empresas inviables e inversiones sin capacidad de retorno, no está contribuyendo a crear empleo, sino a subvencionarlo. El problema viene cuando se acaban los fondos, entonces la pirámide se desmorona puesto que ya no queda dinero para seguir subvencionando esos empleos improductivos. Sin embargo, los gobiernos, para evitar la movilización de estos trabajadores y sus potenciales consecuencias negativas de cara a elecciones futuras, mantiene de forma artificial estos sectores contribuyendo a crear una nueva burbuja. En definitiva, se precisa de una serie de

---

<sup>85</sup> Véase el informe económico sobre la actividad económica en España de diciembre de 2012 elaborado por el INE. También EUROSTAT provee datos similares a nivel europeo

controles par garantizar que el gasto público se configure eficientemente.

- Contribuye al crecimiento del PIB. Con la austeridad se dejan de pagar subvenciones ineficientes, lo que genera una mayor confianza en las economías nacionales, incrementándose la inversión en capital. A todo ello hay que sumar el efecto de la rebaja de la presión fiscal, que genera también mayor inversión. Por naturaleza no se puede afirmar que las subvenciones sean ineficientes. No obstante, cuánto más se conceden menor discriminación hay en su procedimiento de concesión. Se necesita un control sólido como ya se adelantaba *supra*. Las subvenciones tampoco pueden ser la solución a nada, puesto que deberían concebirse como ayudas puntuales para salvar dificultades, nunca como una ayuda indefinida, pues se estaría coadyuvando a formar nuevas burbujas.

Como contrapartida a todo lo anterior, la austeridad tiene un problema básico: no es popular. Que se promueva la reducción del Estado de bienestar para garantizar la estabilidad a medio y largo plazo es algo que el ciudadano medio no entiende en tanto y cuanto se le están recortando servicios que hasta entonces le eran propios. La austeridad produce efectos muy negativos en las clases con menos recursos en comparación con las otras, lo cual es injusto<sup>86</sup>. Es por ello necesario que los Estados sepan priorizar en qué partidas se puede acometer una reducción del gasto público siguiendo las referencias de los párrafos anteriores. Sin embargo, es cierto que al final hay que tocar las partidas relativas al gasto social habida cuenta de que éstas suponen aproximadamente el 80% de los Presupuestos Generales de los Estados<sup>87</sup>, pues no existe otra manera de reducir el déficit. Sin embargo, optar por una postura opuesta en la que no

---

<sup>86</sup> PHILIPPE ASKENAZY, THOMAS COUTROT, ANDRÉ ORLÉAN Y HENRI STERDYNIK: *Manifiesto: Economistas aterrados*, París, 2012

<sup>87</sup> Véase el informe del FMI relativo a Europa como consecuencia de la crisis de deuda. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11187.htm>

se reduzca el déficit tendría un efecto demoledor para cualquier país con una prima de riesgo elevada, pues ningún inversor compraría deuda soberana, lo que conduciría a un aumento del tipo de interés del bono y a la consecuente suspensión de pagos o rescate por el FMI. Estas dos últimas opciones son claramente peores en el sentido de que el Estado en cuestión se vería sumido en una inestabilidad e incertidumbre importante perdiendo parte de su soberanía en tanto y cuanto los programas de rescate obligan a adoptar una serie de medidas<sup>88</sup>, entre ellas, la reducción radical del déficit.

Por lo tanto, es recomendable que se promueva ajustes en la política fiscal, los cuales deberán de ser siempre extraordinarios de tal manera que cuando vuelva el crecimiento se recuperen las partidas íntegramente.

- El control de los flujos de capital ha de ser exhaustivo para evitar comportamientos especulativos desencadenadores de burbujas financieras especulativas. En este sentido, la Tasa *Tobin* debería ser aplicada, la cual tendría los dos siguientes efectos positivos:
  - Se reducirían los movimientos especulativos indiscriminados. Los inversores tendrían mayores reparos a la hora de invertir a corto en un producto u otro debido al impuesto que debería pagar y al requisito de identidad exigible en la liquidación del mismo.
  - A pesar de que su gravamen fuese de tan solo un 0,01%, éste supondría una gran fuente de financiación para las arcas públicas, lo que redundaría en un beneficio de los ciudadanos.

Sin embargo, para garantizar el éxito de la Tasa Tobin, es también deseable que las mayores potencias económicas (EEUU, UE<sup>89</sup>, China, Japón y Rusia) la implementasen para evitar el efecto de fugas de

---

<sup>88</sup> GONZÁLEZ GARCÍA, T: *The role of the IMF in development policy*. Colonia, 2014

<sup>89</sup> La implementación de la Tasa Tobin en la UE es factible, pues se puede acometer a través del proceso denominado como *cooperación reforzada* en vez de unanimidad

capitales, esto es si todas las potencias la aplican de manera uniforme se evitaría que los inversores desinvertieran en los países donde se aplique para desplazar sus capitales a otros países donde no se aplique.

El control de los flujos de capital también ha de centrarse en materia de lucha contra los paraísos fiscales. No obstante, no hay mucho margen de maniobra para abordar esta cuestión, habida cuenta de que los Estados son soberanos de configurar su ordenamiento fiscal. No obstante sí se puede presionar a algunos Estados que pertenezcan a organizaciones internacionales, por ejemplo la UE, para poner fin a su secreto bancario<sup>90</sup> y por tanto aquellas personas físicas o jurídicas que hayan evadido impuestos ya sea por el criterio de residencia o generación de la renta puedan ser perseguidas por el país donde se ha cometido el ilícito. La evasión de capitales debería ser una prioridad. No se puede ser ajeno al hecho de que los Estados dejan de ingresar en sus arcas públicas una ingente cantidad de recursos, por ello se deben incrementar los controles de lucha contra el fraude tanto a nivel nacional<sup>91</sup> como internacional a través de mayor cooperación entre Estados a nivel administrativo (agencias tributarias) y penal (comisiones rogatorias).

---

<sup>90</sup> Aprobación de la directiva sobre fiscalidad del ahorro que llevaba bloqueada por Austria y Luxemburgo desde 2008

<sup>91</sup> SARDÁ, J: *La economía sumergida pasa factura*, enero, 2014. Un 25% de la actividad económica generada en España no está sujeta a impuestos ya sea por evasión fiscal nacional o a paraísos fiscales

## 6. CONCLUSIONES

La especulación financiera es un peligro para la economía como se ha demostrado en la primera parte del proyecto. Se ha puesto de manifiesto que todas las crisis económicas desde el S.XX han tenido un componente común: la especulación, siendo desigual el grado de implicación pero con un claro patrón; una tendencia ascendente de la especulación en las relaciones económicas. Este hecho se concreta en el aumento de nuevos modelos de negocio especulativos (fondos de cobertura, mercado de derivados, warrants, CFD's, futuros, etc.) sujetos a regulaciones y supervisión muy débiles así como una visión cortoplacista y opaca. El enfoque neoliberal con claro predominio de un sesgo pro-cíclico contribuye a crear burbujas y que cuando éstas pinchen, el efecto negativo en la economía sea aún mayor.

Asimismo, las políticas monetarias expansivas caracterizadas por tipos de interés muy bajos no sólo no han contribuido a promover crecimiento sino que han sido parcialmente causantes de las burbujas especulativas. La política fiscal tampoco ha sido acertada en el sentido de que no ha previsto mecanismos de control de flujo de capitales ni tampoco ha perseguido una homogenización de los sistemas fiscales con el objeto de mejorar la eficiencia del mercado. La falta de regulación y actividad de los entes supervisores ha sido aprovechada por los especuladores para la consecución de sus fines facultando a un gran número de entidades financieras a actuar a su libre albedrío sin la existencia de un marco normativo y supervisor que garantizase los intereses de la mayoría así como la viabilidad de la economía de mercado a medio y corto plazo. A todo lo anterior hay que sumar el efecto del abuso de la deuda como base para el desarrollo y la considerable reducción de la economía productiva (economía real) frente a la economía financiera.

Se ha demostrado como la especulación lleva a medio plazo a situaciones de inestabilidad siguiendo las teorías de MINSKY. En este sentido, la especulación lleva a que prestamistas y prestatarios estén en disposición de aceptar mayores riesgos, de tal manera que empresas saneadas con un perfil de financiación

conservador se transforman paulatinamente en empresas con financiación de carácter especulativo dependientes de un exceso de deuda. Cuanto más largo sea el periodo de expansión económica, mayores serán los desequilibrios debido a la amplificación del efecto burbuja como consecuencia de la especulación.

Se ha hecho hincapié en la relación entre especulación, burbuja y finalmente crisis y sus efectos negativos sobre la sociedad entre los que se discutieron, entre otros, los siguientes: incremento del desempleo, reducción y moderación salarial, aumento de la inflación en las primeras etapas de la crisis para luego generarse un periodo de deflación, cierre de empresas, abrupto batacazo de los precios de activos financieros e inmobiliarios (especialmente en la crisis originada en 2008), aumento de la presión fiscal directa e indirecta con un importante efecto en el consumo, aumento de la deuda pública y recortes en el gasto público para reducir el déficit coyuntural, aumento de la crispación y del descontento ciudadano, desconfianza en las instituciones públicas, partidos políticos y el sistema en general.

En definitiva, queda demostrado que las burbujas especulativas constituyen una causa clave en el desarrollo de las crisis, y que éstas producen una serie de consecuencias extremadamente negativas en todos los estamentos del sistema y de la sociedad. Esto es síntoma de que la economía de mercado no es viable a medio y corto plazo pues conduce a una espiral de sufrimiento y desigualdad, por lo que resulta imprescindible acometer reformas que corrijan los desequilibrios del sistema centrándose principalmente en la especulación generadora de burbujas como se ha diagnosticado. En consecuencia, se ofrecen una serie de recomendaciones para actuar en varias áreas de la economía en las que se han identificado puntos débiles:

- ✚ La política monetaria ha de ser una prioridad habida cuenta de que se han identificado errores importantes en su configuración. Las políticas monetarias expansivas con tipos muy bajos son sólo una solución provisional, nunca de carácter ordinario. De tal forma que cuando se salga de la crisis económica se proceda a aumentar los tipos de interés

y suspender los estímulos monetarios para garantizar una inflación estable y evitar la formación de nuevas burbujas.

- ✚ Los entes reguladores y supervisores han de cobrar mayor importancia, dotándoles de mayores mecanismos para el ejercicio de sus competencias. Es preciso un nuevo marco normativo que regule de manera exhaustiva los fallos de mercado y que controle eficientemente las operaciones de las entidades financieras y bancarias. Se han de prever sistemas de responsabilidad solidaria para que los órganos reguladores sean responsables solidarios cuando se demuestre que han actuado con dolo o negligencia en el ejercicio de sus funciones estatutarias y que como consecuencia de esa actuación se ha causado un perjuicio al sistema y a la sociedad (en general) en última instancia.
- ✚ Se ha de controlar la deuda pública para evitar crecimientos artificiales y débiles al no estar sustentados sobre una base sólida. Los presupuestos generales de los Estados han de estar equilibrados para evitar una excesiva dependencia de la rentabilidad exigida por los inversores exteriores limitando así el coste de los intereses de la deuda. Asimismo, se han de crear agencias de calificación a nivel europeo totalmente independientes.

En cuanto a la deuda privada, resulta muy deseable desincentivar el incremento de dicha deuda en las empresas a través de un nuevo modelo fiscal que penalice a aquellas sociedades cuyos niveles de pasivo sean altos en comparación con la media del sector.

- ✚ Finalmente, se ha de modificar la política fiscal para conseguir implementar un sistema fiscal lo más uniforme posible a nivel internacional, al menos definiendo unos mínimos comunes. Por otro lado, a nivel europeo resulta urgente la adopción de los Eurobonos y la unión bancaria. Avanzar en la consolidación fiscal manteniendo el papel del Estado y su intervención en la economía pero siempre de

forma limitada, pues lo contrario genera un efecto de burbuja y pinchazo como ya se demostró anteriormente.

La implantación de la Tasa *Tobin* es otra de las asignaturas pendientes para garantizar un efectivo control de los flujos de capital gravando estas operaciones con un tipo marginal del 0,01%, lo que supondría una importante entrada de ingresos en las arcas de los Estados. No obstante, resulta muy deseable que la tasa se implante en todas las economías más desarrolladas para evitar una posible y parcial fuga de capitales a territorios donde no se aplique.

En conclusión, la economía de mercado ha traído numerosos beneficios materiales e inmateriales a una parte de la población mundial. No obstante, como casi todo, necesita ser reformado para corregir sus desequilibrios, entre ellos las burbujas especulativas. Las recomendaciones expuestas, tras un profundo y sistemático estudio de la situación, tienen el objetivo de contribuir a acabar con esas burbujas garantizando así la viabilidad del sistema a medio y corto plazo manteniendo los principios rectores del sistema.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

BARNIER, M: *Respuesta al cuestionario del Parlamento Europeo*, Comisión UE, enero 2014

CASTAÑEDA, JUAN E.; HERNÁNDEZ, MAURO: *Burbujas especulativas en los precios de los activos (oficios, ferrocarriles, inmuebles y bolsa)*, X Congreso Internacional de la AEHE.

CHUA, J. H. AND R. S. WOODWARD: *The Investment Wizardry of J.M. Keynes*. Financial Analysts Journal 39, 1983

EICHENGREEN, B.: *Capital Flows and Crises*, The MIT Press, Cambridge, Mass, 2003

EPSTEIN, Gerald: *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre 2001

FFRENCH-DAVIS, R.: *Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo*. Oxford, 2002

FRIEDMAN, T. H.: *The World is Flat. A Brief History of the Globalized World in the 21st Century*, Penguin Books, Nueva York, 2005

G. DUMÉNIL y D. LÉVY: *El imperialismo en la era neoliberal*, Revista de Economía Crítica N°3, enero 2005

G. DUMÉNIL y D. LÉVY: : *Crise et sortie de crise. Ordres et désordres néolibéraux*, Preses Universitaires de France, París, 2000 (trad. en FCE, 2008)

GIRÓN, ALICIA Y CHAPOY, ALMA: *Financiarización y titulización: Un momento Minsky*, economía unam, vol.6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma de México, 2009

GOLDSMITH, Edward et al. 1991: *The Imperialist Planet*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press

GONZÁLEZ GARCÍA, T: *The role of the IMF in development policy*. Köln, 2014

HOFFINGER, D.: *US Bank Stock and the subprime crisis*. Der Deutschen Bibliothek, 2009.

KEYNES, J. M.: *Treatise on Money*, New York, AMS Press, 1976

KEYNES, J. M.: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Payot, París, 1969.

KRAUSMANN, FRIDOLIN, SIMONE GINGRICH, NINA EISENMENGER, KARL-HEINZ ERB, HELMUT HABERL, MARINA FISCHER-KOWALSKI: *Growth in global materials use, GDP and population during the 20th century*, Ecological Economics, 2009

KRUGMAN, P.: *Las burbujas de Greenspan. El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Crítica, Barcelona, 2009.

KRUGMAN, P.: *La locura de la austeridad europea*, New York Times, septiembre 2012

LACALLE, D.: *Nosotros los mercados*, Planeta-Deusto, Madrid, 2012

MADISON, A: *The World Economy*. Historical statistics. OECD, Paris 2003

MARTIN BELMONTE, S.: *Nada está perdido*. Icaria, 2011

MINSKY, H.: *Stabilizing an unstable economy*. McGraw-Hill, First edition published in 1986 by Yale University Press, 2008

MINSKY, H: *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper núm. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Nueva York, 1992

O'BRIEN, ROBERT Y MARC WILLIAMS: *Global political economy: Evolution & dynamics*. Nueva York: Palgrave, 2004.

OCAMPO, J. A., *Impacto de la crisis financiera mundial*; Revista Cepal, abril, 2009

O'CONNOR, James 1998: *Is sustainable capitalism possible?*, Natural Causes. Essays on ecological Marxism, New York, London: The Guilford Press

PHILIPPE ASKENAZY, THOMAS COUTROT, ANDRÉ ORLÉAN Y HENRI STERDYNIK: *Manifiesto: Economistas aterrados*, París, 2012

POLANYI, Karl: *La Gran Transformación*, Nueva York: Farrar y Rinehart, 1944

SARDÁ, J: *La economía sumergida pasa factura*, enero, 2014.

STÄHELI, URS: *Spectacular Speculation: Thrills, the Economy, and Popular Discourse*. Stanford, CA, 2013

TORRERO, T.: *El final de la burbuja especulativa*, Univ. De Alcalá, Madrid, 2008

VVAA: *El drama del apalancamiento*. El Confidencial, Madrid, octubre 2008  
[http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2008/10/01/noticias\\_25\\_drama\\_apalancamiento\\_muchos\\_inversores\\_pueden.html](http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2008/10/01/noticias_25_drama_apalancamiento_muchos_inversores_pueden.html)

VVAA: *Contabilidad Nacional de España*, INE, Madrid, marzo 2014

VVAA: *Informe insights and publications junio 2010*, McKinsey Global Institute, Nueva York, 2010

VVAA: *Análisis de actualidad económica y demoscópica en la UE*, Comisión Europea, Bruselas, 2012

VVAA: *Informes semestrales de coyuntura económica*, Fondo Monetario Internacional (FMI), <http://www.imf.org/external/ns/loe/cs.aspx?id=30>

VVAA: *2007 World Economic Outlook (WEO)*, Publicaciones Fondo Monetario Internacional (FMI), Nueva York, 2007

VVAA: *2013 World Economic Outlook (WEO)*, Publicaciones Fondo Monetario Internacional (FMI), Nueva York, 2013

VVAA: *La crisis alimentaria y la subida de materias primas*, ABC, Madrid, 2012. <http://www.abc.es/20120817/economia/abci-crisis-alimentaria-subida-materias-201208170859.html>

VVAA: *Informe macroeconómico de noviembre 2009*, McGraw Hill Financial, S&P

VVAA: *VELOM 2 -World stock indexes-*, Publicaciones Bloomberg, 2010

WILLIAMSON, j.: *The strange history of the Washington consensus*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2003