

STEVE KEEN

¿PODEMOS  
EVITAR  
OTRA

**CRISIS  
FINANCIERA?**

*Capitán Swing*

**¿PODEMOS  
EVITAR OTRA  
CRISIS  
FINANCIERA?**

S T E V E K E E N

Traducción de  
**Francisco Herreros**

*Capitán Swing* 



## Agradecimientos

**M**i mayor deuda intelectual es con los ya fallecidos economistas heterodoxos Hyman Minsky, Richard Goodwin, Wynne Godley y John Blatt. También me he beneficiado de intercambios con muchos colegas académicos — especialmente Trond Andresen, Bob Ayres, Dirk Bezemer, Gael Giraud, David Graeber, Matheus Grasselli, Michael Hudson, Michael Kumhof, Marc Lavoie, Russell Standish y Devrim Yilmaz— y con el filántropo Richard Vague. Ha sido igualmente esencial para mi trabajo la financiación otorgada por el Institute for New Economic Thinking y por el público a través de Kickstarter.

Este libro no habría sido posible sin el trabajo exhaustivo de recopilación de datos de ámbito mundial sobre deuda privada y pública y precios de la vivienda llevado a cabo por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).[1] Esta recopilación de datos continúa una tradición de la que el BIS puede sentirse orgulloso: fue la única organización económica formal que advirtió sobre la Crisis Financiera Global de 2008 antes de que se produjera, [2] gracias al aprecio que su entonces director de investigación, Bill White, profesaba a la hipótesis de la

inestabilidad financiera de Hyman Minsky (Minsky, 1972, 1977), en un momento en el que estaba más de moda ignorar a Minsky que citarlo.

---

[1] Véanse [www.bis.org/statistics/totcredit.htm](http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm) y [www.bis.org/statistics/pp.htm](http://www.bis.org/statistics/pp.htm) (fuente: Fuentes Nacionales, base de datos del BIS sobre Precios de la Propiedad Residencial).

[2] Véase [www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm).

## **Prólogo a la edición española**

**M**ientras escribo estas líneas, España se enfrenta a la segunda oleada de la COVID-19, y ocupa la séptima posición mundial en casos de COVID-19, muy por encima de la que le correspondería dada su población. Está sufriendo más de lo que le corresponde a manos de este nuevo coronavirus.

España también sufrió más de lo que le correspondía durante la Crisis Financiera Global (CFG). El gran peligro ahora es una combinación de ambas crisis, porque ni España ni el resto del mundo se habían recuperado realmente de la crisis financiera cuando comenzó la COVID-19.

La mayor parte de los ejemplos de mi libro están tomados de Estados Unidos, pero España es, por muchas razones, un ejemplo de libro de las fuerzas económicas que causaron la Crisis Financiera Global y de cómo el pensamiento económico convencional —epitomizado de forma dramática por los límites impuestos por la Unión Europea a la deuda y los déficits públicos— ayudó a provocar la crisis, y a empeorar su impacto.

Los datos sobre la crisis en España y las respuestas chapuceras que suscitó son tan obvios que el lector se preguntará por qué la tesis que defiende en este libro — que las crisis económicas son causadas no por la deuda pública, sino por la deuda privada— no es ya parte del conocimiento común. El papel del euro en el desencadenamiento del *boom* de la deuda privada, y, como resultado de ello, en propiciar la crisis, es también muy obvio. Después de unos primeros emocionantes ocho años, el euro y su Pacto de Estabilidad y Crecimiento la habían conducido a la inestabilidad y al estancamiento.

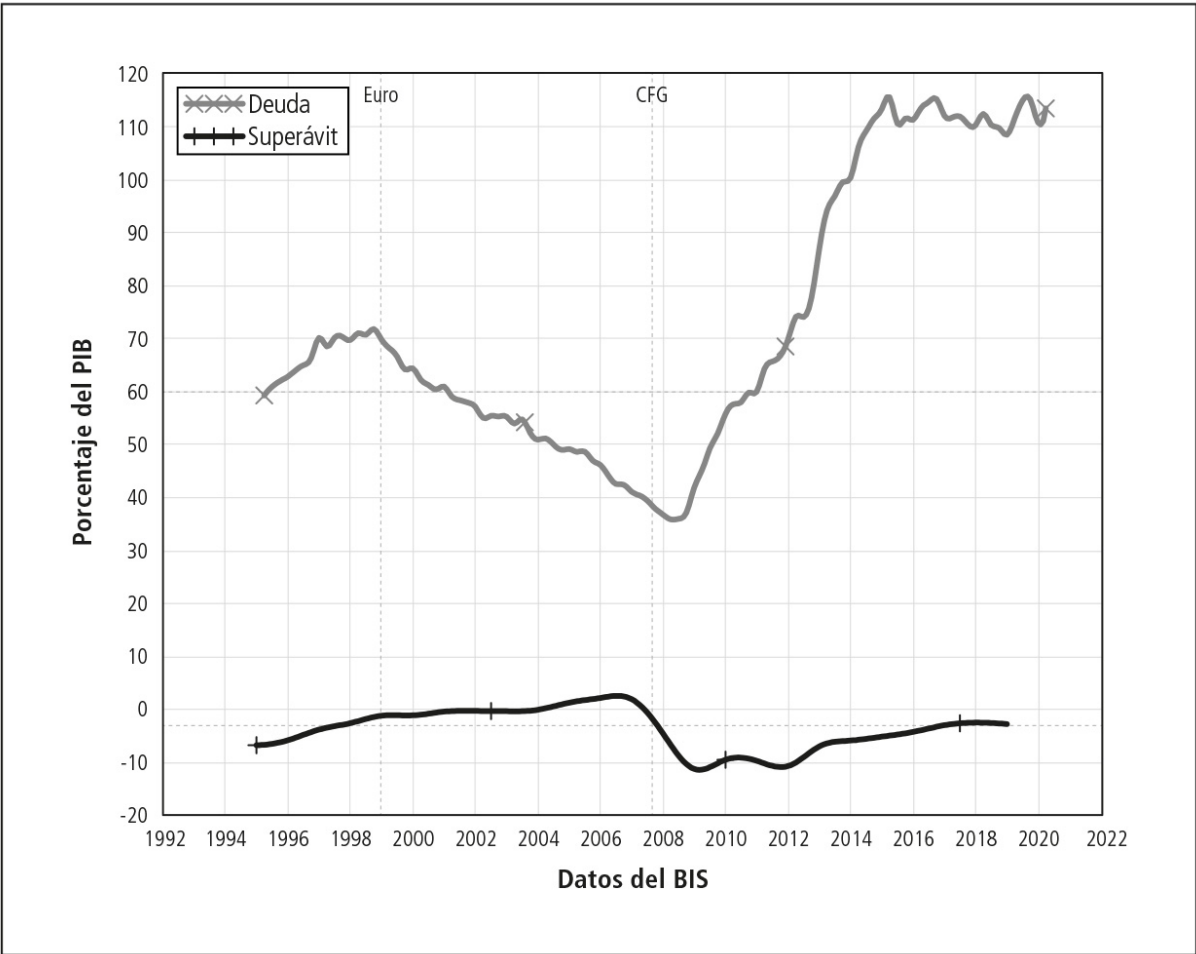


Figura 1

Se ha hablado mucho del éxito de España en el cumplimiento del objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de limitar la deuda pública a menos del 60 por ciento del PIB. La deuda pública era de un 70 por ciento del PIB cuando se adoptó el euro en 1999, y a mediados de 2008 había caído a un 35 por ciento. Fue casi el único país de la zona euro que cumplió y hasta sobrepasó los objetivos asociados al euro: una deuda pública de menos del 60 por ciento del PIB y un déficit menor del 3 por ciento del PIB. De hecho, sobrepasó ampliamente el objetivo de déficit, consiguiendo no ya un déficit pequeño, sino un superávit sustancial entre 2004 y la crisis, de hasta un 2,5 por ciento del PIB a mediados de 2006 (véase la figura 1).

Si las reglas del euro hubiesen tenido el efecto que se suponía que debían tener, esto habría significado que España estaba menos expuesta a la crisis, y en todo caso bien preparada para enfrentarse a ella en el caso de que ocurriera. Al final, fue justamente lo contrario.



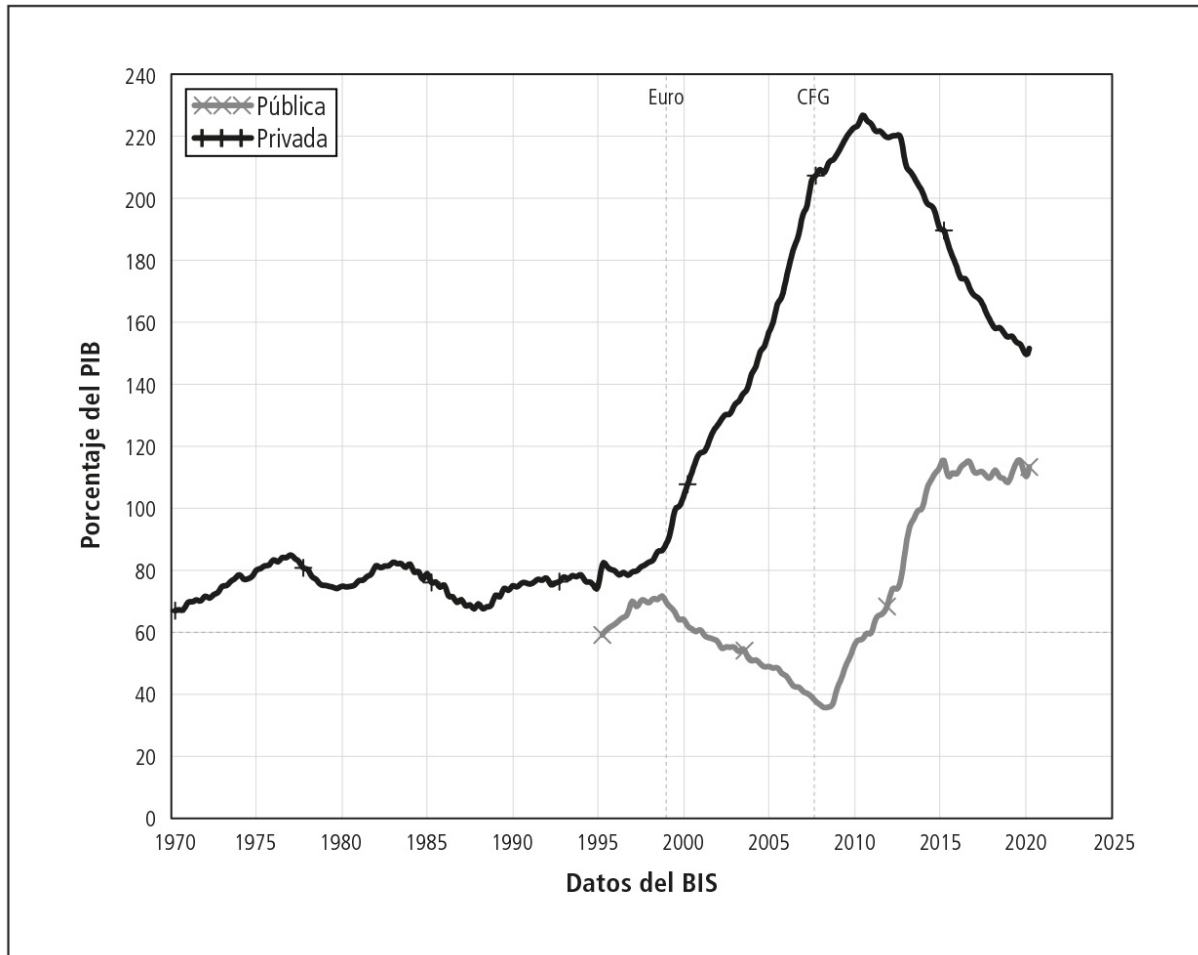


Figura 2  
Nivel de la deuda en España

La razón de ello es muy evidente si echamos un vistazo a la figura 2: a la vez que España era elogiada por haber reducido a la mitad su deuda pública, la deuda privada casi se triplicó en el mismo lapso de tiempo —y eclipsó por completo a la deuda pública—. La deuda privada no había mostrado una tendencia antes de la introducción del euro: era del 67 por ciento del PIB en 1970, y había crecido hasta un 85 por ciento en 1977, pero desde entonces hasta la adopción del euro, no había crecido: seguía siendo un 85 por ciento del PIB en 1999.

Y, sin embargo, desde la introducción del euro hasta 2010, creció más rápidamente de lo que cayó la deuda pública: al mismo tiempo que la deuda pública caía al 35 por ciento del PIB, la deuda privada crecía un 140 por ciento.

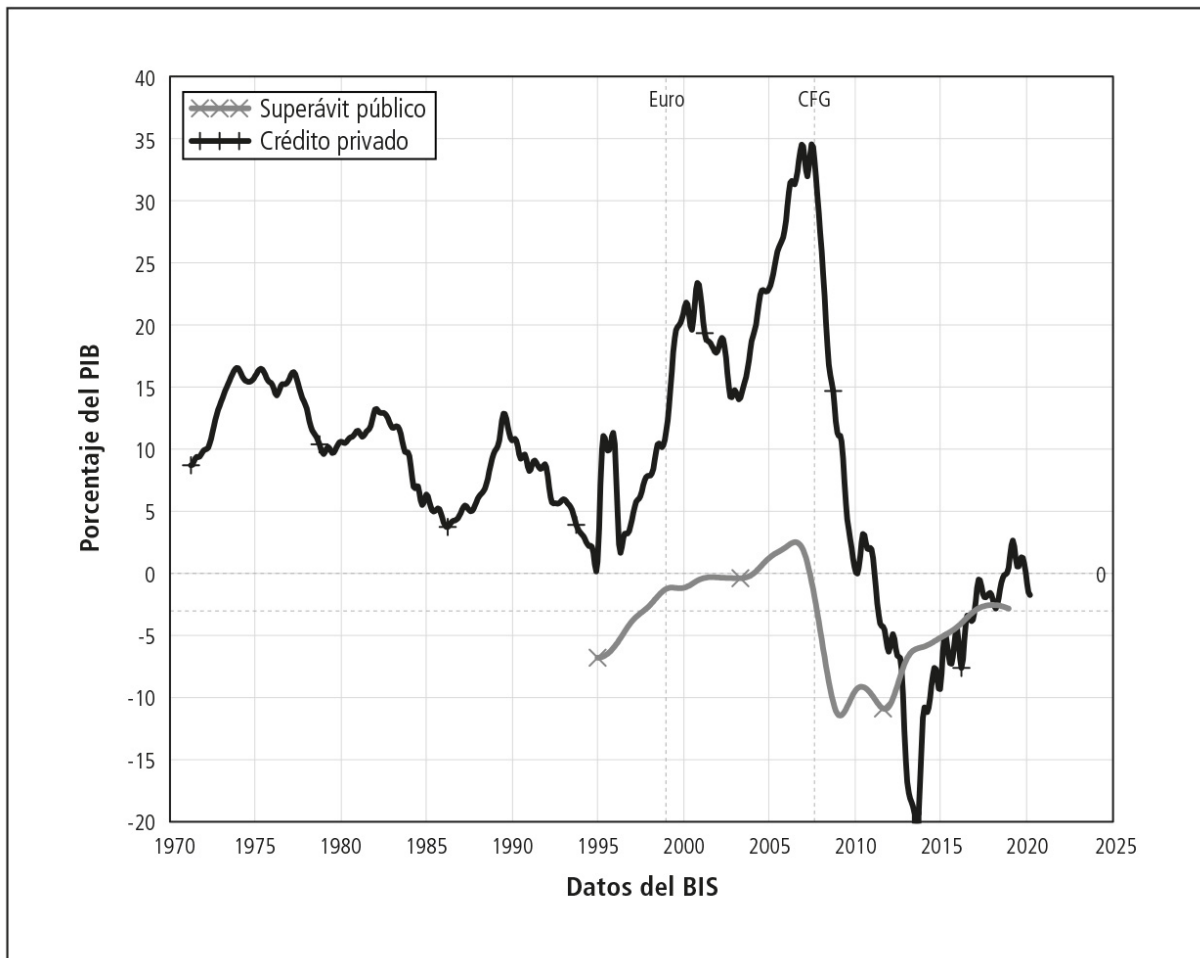


Figura 3  
Superávit público y crédito privado en España

Como explico en este libro, la deuda privada impulsa el desempeño económico, porque el cambio en la deuda privada —a la que denomino crédito, siguiendo la terminología contable— es una fuente significativa, y de

lejos la más volátil, de la demanda agregada. Es por ello la causa principal de que la economía esté en medio de un *boom* o caiga en la depresión. Y un *boom* alimentado por el crédito contiene las semillas de su propia destrucción, tal como explico en el libro.

Mientras que el sector *público* español hacía lo que, de acuerdo con la visión convencional, era lo correcto — reducir su deuda para «vivir dentro de sus posibilidades»— el sector *privado* español hacía justo lo contrario. Gastaba mucho más de lo que ingresaba, y cubría la diferencia por medio del crédito. Esto provocó un *boom* de la demanda agregada basado en el crédito, lo que, a su vez, era la causa principal de que el Gobierno pudiese conseguir un superávit anual de hasta un 2,5 por ciento del PIB. El Gobierno atribuyó erróneamente el robusto desempeño económico en el período 2000-2007 a ese superávit, pero el verdadero responsable del *boom* español era el crecimiento del crédito, de cero en 1995, a un 10 por ciento del PIB al comienzo del euro, y a un pico del 35 por ciento del PIB en 2008 —casi quince veces mayor que el superávit de las cuentas públicas—.

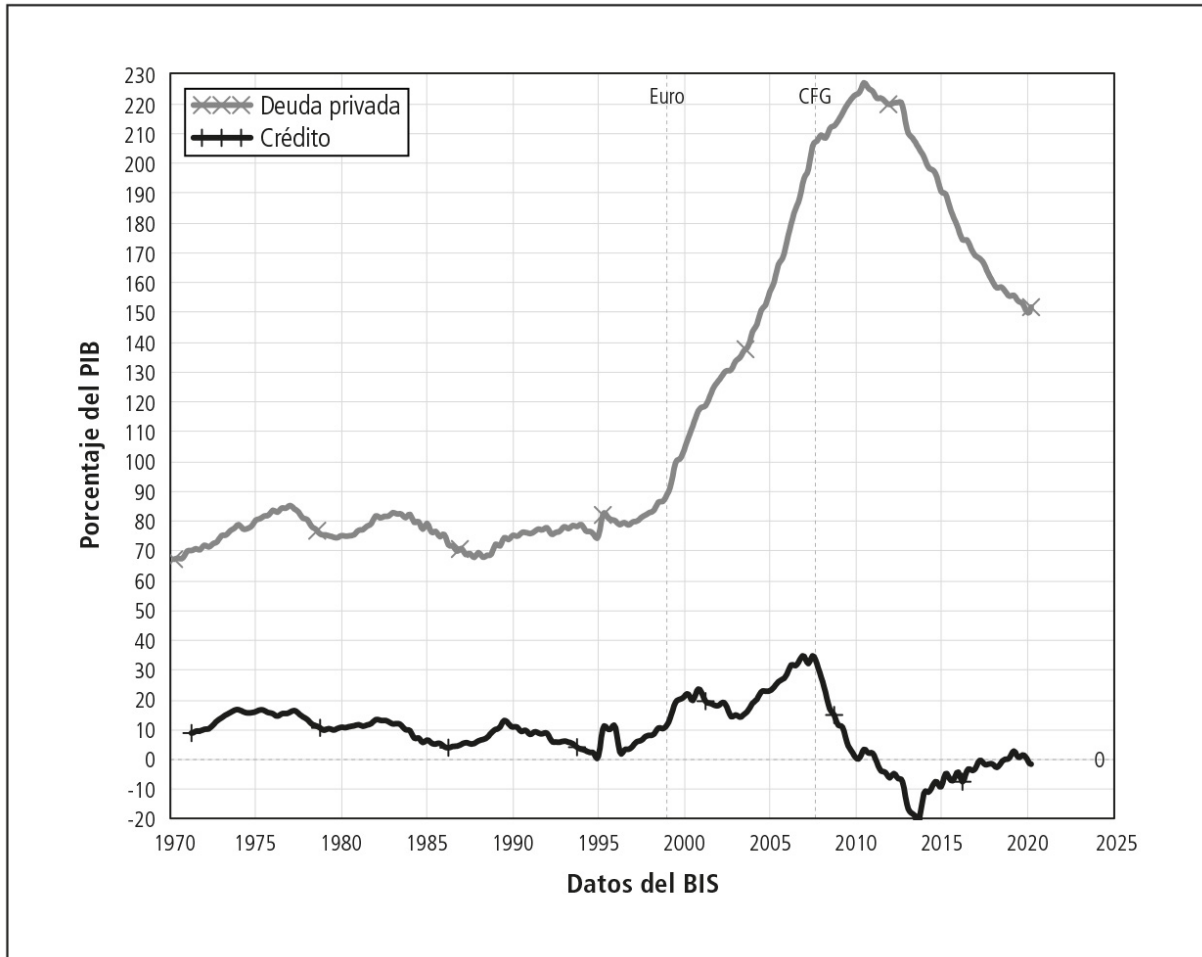


Figura 4  
Deuda privada y crédito en España

Ese enorme estímulo a la demanda a base de deuda tenía un precio: un gran aumento de la deuda privada en España, del 80 por ciento del PIB cuando se adoptó el euro a un 210 por ciento cuando comenzó la crisis financiera (véase la figura 4).

Tanto las familias como el sector empresarial cayeron en la tentación de la burbuja de deuda —aunque el impacto del euro fue más marcado en los préstamos bancarios al sector empresarial que a las familias—. Las familias doblaron su nivel de deuda en el período que va desde la

adopción del euro hasta la crisis, mientras que la deuda empresarial casi se triplicó.

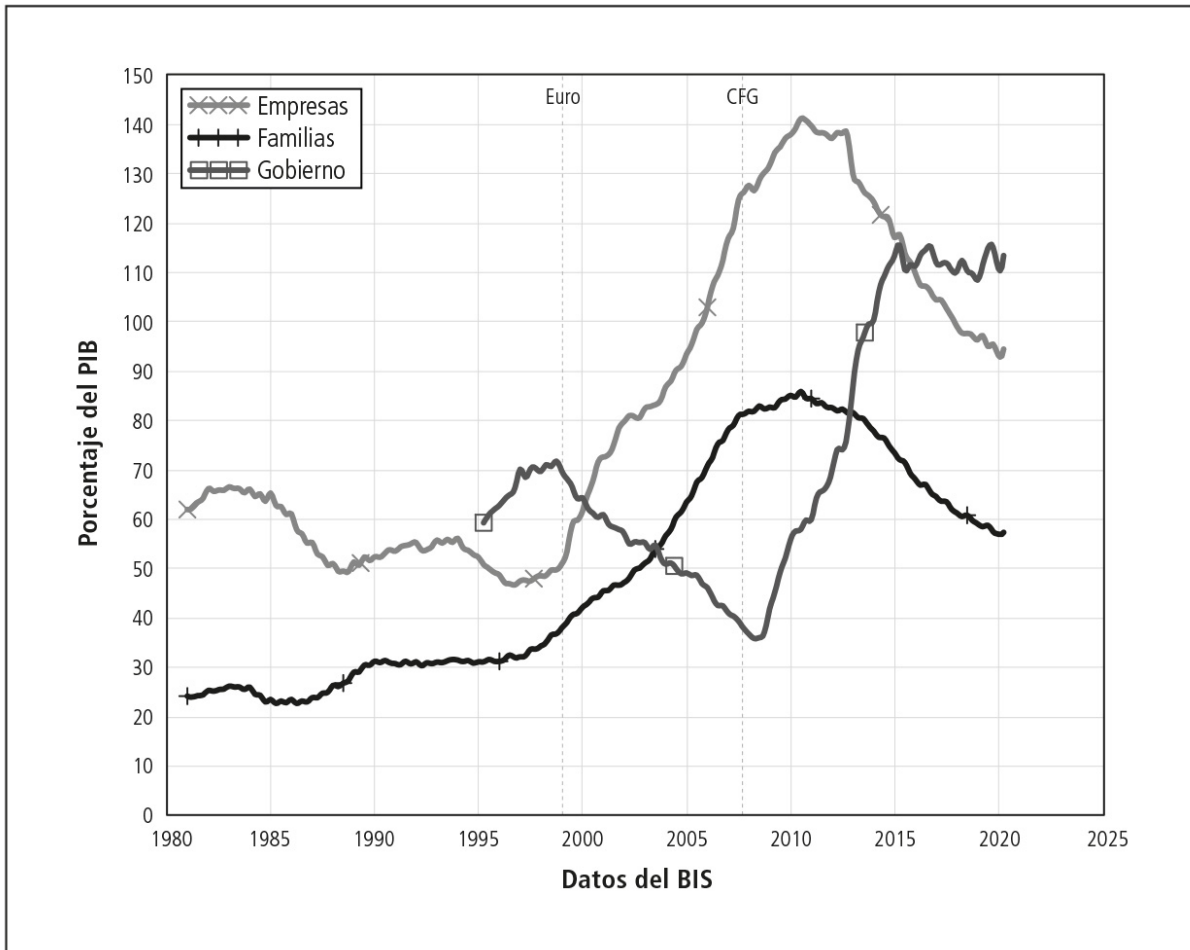


Figura 5  
Deuda española por sector e

La crisis empezó cuando el crédito comenzó a caer —una pauta que se repetiría en todo el mundo, pero que fue extremadamente obvia en el caso de España—. Cuando el crédito crece, el desempleo cae, y viceversa, tal como muestra la figura 6.

Y usted se preguntará: si la relación es tan robusta y tan obvia, ¿por qué el Gobierno no hizo nada al respecto?

En gran medida porque sus consejeros económicos, formados en la economía convencional, asumían un modelo bancario en el que el crédito no juega una parte importante en la macroeconomía. Ese modelo, conocido como de «fondos prestables», es técnicamente falso, tal como explicó el Banco de Inglaterra en 2014 (McLeay, 2014, n.º 5066). Una teoría falsa puede desempeñar el mismo papel que las anteojeras que se le ponen a un caballo: impedir que te fijas en los datos que la contradicen, como los de la figura 6. Esos datos muestran claramente que la teoría dominante está equivocada, pero los defensores de esta no prestaron atención a los datos antes de la CFG, y tampoco han alterado su modelo bancario desde entonces. Los libros de texto convencionales continúan enseñando el mismo modelo bancario falso, incluso después de haber sido advertidos —no solo por el Banco de Inglaterra, sino también por el Bundesbank (Deutsche Bundesbank, 2017, n.º 312)— de que es erróneo.

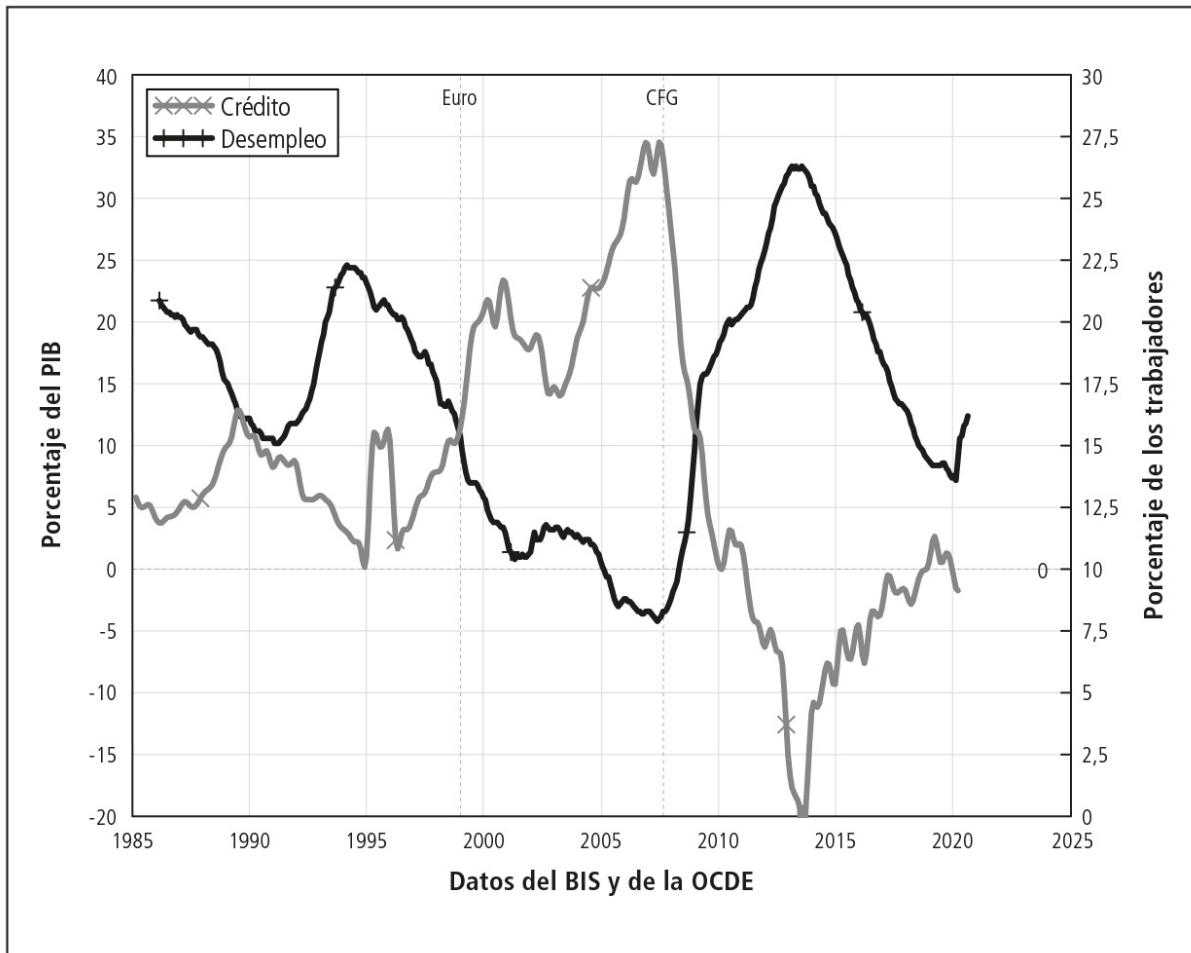


Figura 6  
Crédito y desempleo en España

Lo que ni siquiera los pensadores que siguen las teorías convencionales pueden negar es que los préstamos bancarios generaron una burbuja del precio de la vivienda en España, que había estado cayendo antes del euro, pero creció dramáticamente bajo su influencia, doblándose en el período comprendido entre la adopción del euro y la crisis.

El vínculo entre la deuda de las familias y el precio de la vivienda no es obvio: en la figura 7, el índice de precios crece al igual que la deuda desde 1999 hasta la CFG, y cae junto con la deuda hasta 2014, pero desde entonces, el

precio de la vivienda crece mientras que la deuda sigue cayendo. No obstante, como explico en este libro, el vínculo causal real es el que se produce entre el crédito a las familias y el cambio en el precio de la vivienda. Tal como muestra la figura 8, este vínculo se mantiene a lo largo de toda la serie de datos, desde mucho antes de que se adoptase el euro hasta la actualidad.

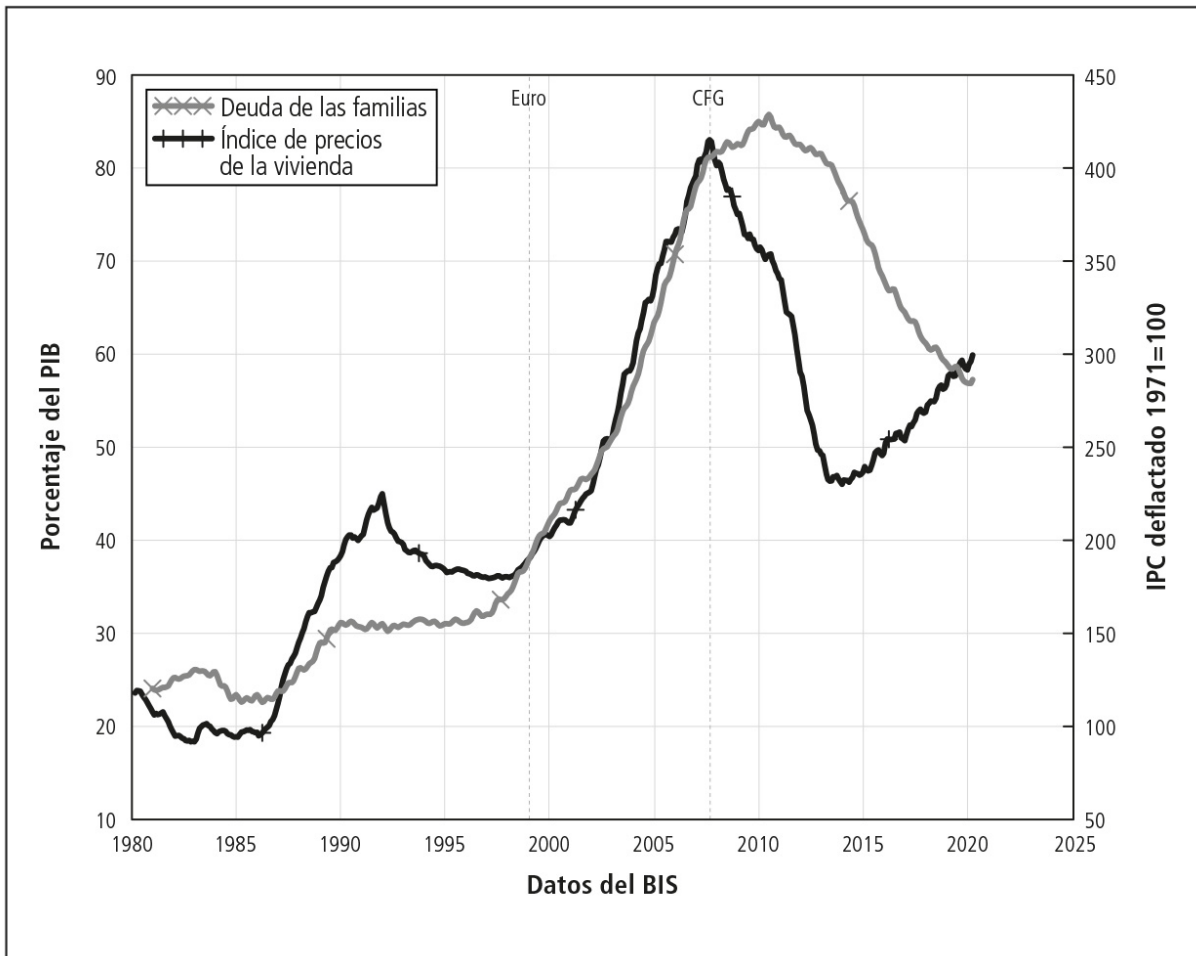


Figura 7  
Deuda de las familias y precio de la vivienda en España

El *boom* económico español bajo el euro, con anterioridad a la CFG, fue provocado por una burbuja de deuda privada,