

[Regresar a ARCHIVOS MARIO ARRUBLA](#)

# PAPEL DEL EXCESO DE DEUDA EN LAS CRISIS ECONÓMICAS

Compendio con base en artículos y ensayos de Steve Keen

Mario Arrubla

**PAPEL DEL EXCESO DE DEUDA EN LAS CRISIS ECONÓMICAS**  
**Compendio con base en artículos y ensayos de Steve Keen**

**Mario Arrubla**

-Octubre 2017-

# ÍNDICE

<b>PARTE I</b>	<b>4</b>
<b>1. LAS CRISIS SEGÚN EL MODELO DE MINSKY</b>	<b>4</b>
¿Un ‘cisne negro’?	4
La economía eufórica	6
Entran los Ponzi	9
El juego de la deuda y de los precios	11
<b>2. LA FALLA DE LOS BANCOS CENTRALES</b>	<b>12</b>
El boom del dinero tomado en préstamo	13
Los bancos centrales olvidaron la deuda	14
Cuanto más se paga, más se debe	16
<b>3. MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PRIVADA</b>	<b>18</b>
El dinero tiene efectos reales	18
La estabilidad capitalista es desestabilizante	19
Los esquemas Ponzi conducen al colapso	21
<b>PARTE II</b>	<b>23</b>
<b>4. LA BANDA DE LOS DOCE</b>	<b>23</b>
¿Realmente, nadie vio venir esto?	23
Las finanzas son más que un lubricante	25
<b>5. EL MUNDO EQUILIBRADO DE BEN BERNANKE</b>	<b>27</b>
Bernanke ignora la lección de Fisher	27
La falsa idea de equilibrio	30
Hay que prescindir de Bernanke	32
<b>6. LA TERRIBLE CURA DEL DESAPALANCAMIENTO</b>	<b>34</b>
El desapalancamiento reduce la demanda y el empleo	35
Esta crisis no se resuelve con más deuda	39
<b>7. ACHICANDO EL AGUA DEL TITANIC</b>	<b>40</b>
Empujando una cuerda	41
¿Podrá ser inflada otra burbuja?	43
La creación endógena de dinero	46
Conclusión	48

# PAPEL DEL EXCESO DE DEUDA EN LAS CRISIS ECONÓMICAS

Compendio con base en artículos y ensayos de Steve Keen

## PARTE I

### I. LAS CRISIS SEGÚN EL MODELO DE MINSKY

La Crisis Financiera Global desatada por el crack de 2008 fue ampliamente considerada por la economía neoclásica dominante como un fenómeno imprevisible, impactante, que no tenía por qué ocurrir, pero fue un acontecimiento anunciado por un grupo de economistas no-neoclásicos de las escuelas austríaca y post-keynesiana. En el presente texto se incluye un bosquejo del enfoque post-keynesiano para lectores no familiarizados con este tipo de literatura. Se indica también, de manera breve, cómo la economía post-keynesiana llegó a diferenciarse netamente de la economía ortodoxa. Para este efecto, se utilizan los criterios distintivos de la macroeconomía post-keynesiana actual y sus indicadores de turbulencia macroeconómica.

#### *¿Un ‘cisne negro’?*

“Yo no conozco a nadie que haya predicho este curso de acontecimientos ...Lo que hemos visto es un verdadero ‘tail event’ –un tipo de acontecimiento que

los procesos normales de pronóstico nunca predicen”, afirmaba en el mismo año del crack el gobernador del Banco de la Reserva de Australia Glenn Stevens. Por ese entonces los economistas empezaban a hablar de “cisnes negros” en referencia a acontecimientos de improbable ocurrencia. Esa concepción expresaba sucintamente la ceguera neoclásica frente a la ‘Crisis Financiera Global’. La crisis no fue prevista por ninguno de los modelos neoclásicos –al contrario, en 2007 todos esos modelos predecían la continuación de la Gran Moderación de que hablara en 2004 Ben Bernanke, quien iba a ser presidente del Banco Central de Estados Unidos de 2006 a 2014. Un año antes del crack la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico –foro de 35 países, entre ellos los más desarrollados, comprometidos con la democracia y la economía de mercado– observaba que “la situación económica actual supera en diversas formas lo que hemos experimentado en muchos años”.

Después de estos pronósticos desatinados, la crisis continúa siendo vista por los constructores de modelos neoclásicos como un acontecimiento inherentemente impredecible, en razón de la amplia escala de choques exógenos que siempre pueden ocurrir y que son imposibles de prever. Por la misma época en que concluía la Gran Moderación –período de veinte o veinticinco años iniciado a principios de los 1980’s en que se creyó que el capitalismo había superado por siempre los ciclos y las crisis– el mundo se enteró de que en ciertos territorios, apartados y salvajes, existían realmente cisnes negros. La imagen del “cisne negro”, que en el campo de la economía prácticamente significaba inexistencia, debió ser matizada también en este campo: en el mundo un poco salvaje del capitalismo todavía hay y puede seguir habiendo sorpresivos cataclismos financieros con consecuencias recesivas globales.

La verdad es que muchos economistas heterodoxos (en primer lugar los post-keynesianos) predijeron el presente curso de acontecimientos con varios años de antelación. Dirk Bezemer, del departamento de economía de la Universidad de Groningen, Holanda, en un artículo de 2009 identificó doce analistas que realizaron, antes del estallido de la crisis, estudios seriamente detallados

que advertían de manera pública sobre una crisis inminente inducida por el sector de las finanzas. El estudio de Bezemer tuvo en cuenta cuatro criterios: primero, sólo fueron incluidos los analistas que aportaron alguna justificación sobre la manera en que alcanzaron sus conclusiones; segundo, los analistas debían haber ido más allá de predecir la crisis de los bienes raíces, mostrando también las implicaciones depresivas para el sector real de la economía, y haciendo un análisis sobre esa conexión; tercero, la predicción hecha por los analistas debió haber estado al alcance del público, más bien que haber sido sólo comunicada a colegas o amigos; finalmente, la predicción debía contener un cálculo de tiempo. Sólo dos de los doce individuos identificados por Bezemer emplearon modelos matemáticos: Wynne Godley y Steve Keen, con dos indicadores comunes: desequilibrios sectoriales y la ratio entre la deuda privada y el Producto Interno Bruto (PIB). La predicción del economista australiano Steve Keen combinaba un estudio de los datos macroeconómicos con un análisis complejo de la ‘Hipótesis de Inestabilidad Financiera’, de Hyman Minsky (1977).

Los modelos post-keynesianos enfatizan la dinámica y el desequilibrio, antes que la estática y el equilibrio; no contemplan pues un equilibrio a largo plazo hacia el cual la economía tendería espontáneamente. La ‘Hipótesis de Inestabilidad Financiera’ de Hyman Minsky ha llegado a ser una perspectiva unificadora del campo de la economía post-keynesiana, cristalizando las diferencias del enfoque de esta corriente heterodoxa en relación con el modelo neoclásico. Como Minsky es relativamente desconocido para los economistas neoclásicos, es importante sintetizar aquí sus análisis.

### *La economía eufórica*

Un principio básico de Minsky es que un modelo de capitalismo debe incluir las depresiones como uno de sus resultados posibles. Como escribió Minsky en 1982, “¿Puede ello –una Gran Depresión– ocurrir de nuevo? Y si puede ocurrir, por qué no ha ocurrido desde el fin de la Segunda Guerra Mundial? ...Para

responder estas preguntas es necesario tener una teoría económica que considere las grandes depresiones como una de las situaciones en que nuestro tipo de economía capitalista puede llegar a encontrarse”.

Así, un principio minskyano es que el capitalismo es inherentemente inestable. Es un sistema expuesto a fallas, propenso a booms, crisis y depresiones. Esa inestabilidad, según Minsky, se debe a ciertas características del sistema financiero que lo hacen consistente con el verdadero capitalismo. El sistema financiero ha de poder moverse por impulsos provenientes de lo que llamaba Keynes los espíritus animales –resortes espontáneos que llevan a la acción. Las finanzas producen señales –y esta condición objetiva es lo más importante– que inducen en los empresarios un deseo impulsivo de invertir, y en los bancos y fondos financieros el deseo de otorgar, de manera acelerada, préstamos para financiar las aventuras empresariales.

El modelo normal de un ciclo financiero minskyano comienza cuando la economía se desempeña en buenos términos (la tasa de crecimiento económico iguala o excede la que se necesita para reducir el desempleo), pero las firmas son conservadoras en el manejo de su portafolio (la ratio de la deuda respecto al capital propio es baja, y la ratio de las ganancias respecto al interés que debe ser pagado es alta), y esa actitud conservadora es compartida por los bancos, que sólo están dispuestos a conceder préstamos en caso de déficits momentáneos de flujos de caja o para inversiones de bajo riesgo.

La causa de esta aversión al riesgo –universalmente experimentada en las fases iniciales del ciclo– obedece a la memoria de grandes fallas financieras no muy lejanas en el tiempo, cuando muchos proyectos de inversión fracasaron, muchas firmas fueron incapaces de pagar los dineros tomados en préstamo y muchos bancos tuvieron que registrar las malas deudas como cuentas incobrables. En razón de experiencias recientes de esta índole, los dos lados de las relaciones de crédito (prestatarios y prestamistas) prefieren evaluar de manera sobria las perspectivas de los flujos de cash. Así, las primas de riesgo (incluidas en la tasa de interés) son regularmente altas.

La combinación de una economía en crecimiento y de inversiones financiadas en forma conservadora hace que la mayoría de los proyectos tengan éxito. Gradualmente, dos cosas resultan evidentes para los directores de empresa y para los banqueros: “Las deudas existentes son fácilmente pagadas y las unidades empresariales que estaban muy endeudadas gozan de prosperidad. Eso demuestra que paga apalancarse” (Minsky). El resultado es que tanto los empresarios como los banqueros llegan a ver como excesivas las primas de riesgo cargadas en los intereses. Los proyectos de inversión empiezan a ser evaluados siguiendo estimativos menos conservadores sobre las perspectivas de los flujos de cash, de modo que con las expectativas más altas suben también la inversión y los precios de los activos. La atenuación general de la aversión al riesgo, por consiguiente, desencadena el crecimiento de la inversión y el aumento del precio de los activos (bienes tangibles y financieros propiedad de una firma, que pueden ser fuente de ingreso monetario), fenómenos que constituyen el fundamento tanto del boom como del colapso final.

Para financiar los niveles más altos de inversión y la compra especulativa de activos se requieren más fondos externos (o sea, distintos a las ganancias generadas por las empresas), y esos fondos externos pueden conseguirse porque el sector bancario comparte el optimismo de los inversionistas. El nivel aceptable de deuda con respecto al capital propio sube con la prosperidad de los negocios, el crecimiento del crédito se acelera y la liquidez relativa de las unidades empresariales decrece.

Esto marca el comienzo de lo que Minsky llama “la economía eufórica”, donde tanto los prestamistas como los prestatarios creen que el futuro está asegurado, y por tanto que la mayor parte de las inversiones tendrán éxito y las deudas serán pagadas. Los precios de los activos, que componen el patrimonio de una entidad o persona, son corregidos al alza cuando se considera que las evaluaciones previas estaban basadas en cálculos conservadores y eran por tanto equivocadas.

Las instituciones financieras aceptan ahora, para sus clientes y para sí mismas,



estructuras de endeudamiento que en un clima de expectativas más sobrias serían rechazadas. La liquidez de las firmas es disminuida por las ratios más altas de deuda respecto al capital. Cuando el endeudamiento de las firmas y su bajo nivel de liquidez resultan evidentes, aumentan los intereses que es preciso pagar por instrumentos financieros altamente líquidos (fácilmente convertibles en dinero), lo que dispara en el mercado la tasa de interés, incluso cuando las autoridades monetarias no hacen ningún intento de controlar el boom aumentando esa tasa. Con todo y ello, y por algún tiempo, el costo mayor del crédito no es suficiente para moderar el ímpetu de la economía eufórica, y así los participantes en el mercado de derivados financieros continúan demandando préstamos puesto que las ganancias que esperan (o sueñan) de sus inversiones especulativas exceden de lejos las tasas de interés incrementadas. La demanda de crédito deja de responder elásticamente al aumento de la tasa de interés.

### *Entran los Ponzi*

El clima de euforia permite también la proliferación de financieros Ponzi. Estos capitalistas son inherentemente insolventes, pero en un mercado eufórico obtienen ganancias con el tráfico de activos, asumiendo grandes deudas en el proceso: “Un negocio financiero tipo Ponzi es una unidad especulativa cuyos flujos de ingreso a corto plazo son menores que los compromisos de pago de intereses que debe atender en el mismo lapso, de manera que en algún momento futuro la deuda pendiente crecerá por causa de los intereses corridos sobre la deuda existente. Así, las unidades Ponzi sólo pueden cumplir sus obligaciones de pago adquiriendo nuevos préstamos (o vendiendo activos). ...Una unidad Ponzi debe aumentar las deudas pendientes” (Minsky).

El costo de servir la deuda por parte de los deudores Ponzi excede los flujos de efectivo de su negocio, pero ello no determina un freno a sus operaciones:

la valorización del capital que los negocios “ponzianos” tienen en mente supera de lejos los costos del servicio de la deuda. Por tanto, esos deudores juegan un papel importante en el aumento de la fragilidad del sistema ante un eventual –y a la larga inevitable– retroceso del valor de los activos.

El aumento de las tasas de interés y las ratios crecientes de la deuda respecto al patrimonio neto afectan finalmente la viabilidad de muchas actividades económicas, reduciendo el grado en que las ganancias cubren los intereses, convirtiendo en negocios especulativos numerosos proyectos que al comienzo estaban estructurados de manera conservadora, y confiriendo una fisonomía Ponzi a otros que –en la conceptualización de Minsky– eran especulativos pero no habían tenido antes aquella peligrosa fisonomía. Los negocios Ponzi se verán obligados a vender activos para atender el servicio de la deuda –y esta entrada de nuevos vendedores en el mercado de activos pinchará el crecimiento exponencial de los precios. Con el fin del boom de precios, los financieros Ponzi se verán ahora en posesión de activos que no pueden ser vendidos de manera lucrativa, y con niveles de deuda que no pueden atender usando los flujos de cash de los negocios que controlan. Los bancos que financiaron las compras de esos activos descubren ahora que sus principales clientes no pueden pagar sus deudas –y ese hecho conduce inicialmente a exigencias de más altos intereses por parte de los bancos. De repente, la liquidez es mucho más valorada; los poseedores de activos ilíquidos intentan venderlos en busca de dinero líquido. El mercado de activos es inundado por esas ofertas. Los precios caen, la euforia da paso al pánico y el boom se convierte en un hundimiento. (Piénsese en los especuladores que compraron títulos valores infectados por hipotecas subprime, en la caída de los precios de esos títulos valores cuando cesó el alza de los bienes raíces y cuando muchas familias con deudas hipotecarias dejaron de pagar, en la quiebra de hecho de las entidades que otorgaron préstamos a especuladores y familias, y en el rescate de bancos y fondos por el conjunto de la sociedad a través del estado, para salvar al sector financiero).

### *El juego de la deuda y de los precios*

Con el colapso del boom, el problema fundamental para la economía es la divergencia excesiva entre las deudas incurridas con el fin de comprar activos, y los flujos de cash producidos por los activos comprados (medios de producción operados con fines de ganancia, títulos financieros que generan dividendos y rentas). Los intereses que es preciso pagar por el monto de las deudas contraídas no se reducen nominalmente (y menos realmente) por el hecho de que, en un declive económico, los activos adquiridos gracias a esas deudas, además de perder valor, arrojen menos beneficios. En tal momento, el nivel de precios de los bienes corrientes es una variable cuya respuesta es decisiva para la economía real y en especial para la industria.

Minsky sostiene que si la tasa de inflación es alta en el momento de la crisis, ello favorece las perspectivas de recuperación de la economía (los empresarios podrán vender sus productos a buenos precios y pagar así más fácilmente las deudas en que incurrieron durante el boom). Aunque el colapso del boom hace que la inversión caiga y el crecimiento económico se frene, los flujos sostenidos de cash permiten salir de la crisis con un ritmo menor de crecimiento y con alta inflación, pero con pocas bancarrotas y un nivel más bajo de liquidez. De esa manera, aunque este curso incluye los “males” gemelos de la inflación y un bajo crecimiento, se trata de un mecanismo auto-corrector que evita un hundimiento prolongado. Sin embargo, pronto se restablecen las condiciones para que el ciclo se repita, y para que el capitalismo reemprenda el curso sinuoso que le es propio.

Si la tasa de inflación es baja en el momento de la crisis, entonces los flujos de cash permanecerán inadecuados en relación con las estructuras de deuda existentes. Las firmas cuyas obligaciones de pago de intereses exceden sus flujos regulares de ingresos se verán obligadas a adoptar medidas extremas: tendrán que vender activos, hacer el intento de aumentar sus flujos de cash a costa de sus competidores –es decir, hacer ventas con márgenes nulos de ganancia–,

o entrar en quiebra. En contraste con una situación inflacionaria, esas tres clases de acción tienden a deprimir aún más el nivel de precios, exacerbando así, para el conjunto de la economía, el desequilibrio original entre deudas e ingresos regulares. Por consiguiente, la ruta de la deflación de precios no es auto-correctora sino más bien auto-reforzante de la crisis, hecho que constituye pieza central de la explicación minskyana del proceso.

Básicamente, en su esquema Minsky describe una economía en ausencia de un sector gubernamental. Con un gobierno grande, el cuadro cambia gracias al déficit fiscal y a las intervenciones del Banco Central. Con un sistema de seguridad social desarrollado, el colapso del flujo de cash que ocurre cuando un boom se convierte en pánico será parcialmente suavizado por el aumento del gasto del gobierno –los clásicos ‘estabilizadores automáticos’, aunque vistos esta vez desde un punto de vista principalmente monetario. El hundimiento del crédito también puede ser atenuado o incluso revertido por una rápida acción del Banco Central con vistas a aumentar la liquidez. Por tanto, aunque Minsky sostenía que la inestabilidad financiera era inevitable, de otra parte pensaba que las depresiones podían ser combatidas por una combinación de los déficits de un “gobierno grande” y las intervenciones del Banco Central como prestamista de último recurso –“siempre, además, que establezcamos y pongamos en marcha una buena sociedad financiera, que frene la tendencia de empresarios y banqueros a comprometerse en finanzas especulativas” (Minsky).

## **2. LA FALLA DE LOS BANCOS CENTRALES**

En 2001 los bancos aparecían triunfantes. La inflación, el azote de los años 1970's y 1980's, había sido superada, los efectos del estallido de la burbuja de las empresas puntocom habían sido contenidos, las economías en todo el mundo estaban en expansión y los precios de la vivienda mostraban un marcado ascenso. Llegó entonces la crisis de las hipotecas subprime (suscritas por

clientes de alto riesgo), y la situación que se creó vino a recordarnos una de las primeras funciones de los bancos centrales: evitar que el mundo vuelva a tener una Gran Depresión, vale decir, evitar una repetición de la experiencia de la década de 1930.

### *El boom del dinero tomado en préstamo*

Aparentemente, la situación económica de Australia (recuérdese: Keen es australiano) no presentaba signos alarmantes en el momento del crack norteamericano: la inflación y el desempleo eran bajos. Pero también la tasa de crecimiento era baja y existía un enorme déficit de la balanza comercial. El hecho es que el optimismo reinaba en los medios empresariales y políticos, por lo que la opinión discordante de Steve Keen lo llevó a asumir el papel nada grato de Cassandra. Pero Keen explicó que las cosas no podían considerarse normales cuando la normalidad incluía una tendencia insostenible al endeudamiento. El crecimiento acelerado de la deuda privada tiene que llegar a un punto de ruptura. Hasta que se llegue a ese punto, la economía está inundada por la deuda, y muy pronto no será posible continuar obteniendo créditos.

El siguiente es el detalle de las explicaciones dadas por Keen. Cuanto más dinero se tome prestado, más severo será el shock cuando la corrección finalmente ocurra. Y el shock afectará de manera directa y crítica a la demanda agregada. El gasto agregado es la suma de los ingresos más el aumento de la deuda (o, más exactamente, la suma de los ingresos modificada por los cambios en la deuda). La situación es crítica a causa del acelerado crecimiento de la deuda en relación con el Producto Bruto Interno (PBI). En 1963, la deuda era sólo el 25 por ciento del PIB, por lo cual un proceso de desapalancamiento (reducción del sobreendeudamiento) habría tenido entonces un impacto relativamente menor en la demanda de bienes y servicios, y el resultado no habría sido crítico para la economía. Pero con una deuda equivalente a 153 por ciento del PBI, como la existente en 2008, y con un aumento exponencial de los

intereses, es fácil que comiencen los incumplimientos de pago y que surja una crisis de confianza (“un ataque de realidad”) entre los acreedores. Ello conduciría tarde o temprano a una deflación de la deuda, con un fuerte impacto en la demanda, y la perturbación consiguiente de la vida económica. Así, el pesimismo expresado en su momento por Keen respecto a la economía de su país no estaba basado en una simple disposición del ánimo: en algún momento, el mayor ritmo de crecimiento de la deuda en comparación con el crecimiento del PBI significaría un desequilibrio imposible de corregir sin traumas, que llevaría a una recesión (impagos, contracción crediticia, baja inversión productiva en respuesta a la caída de la demanda, alto desempleo).

### *Los bancos centrales olvidaron la deuda*

El mundo no estaba en 2007-08 en una depresión, pero una condición previa para ello se había desarrollado delante de las narices de los bancos centrales: una deuda privada excesiva. De hecho, los niveles de deuda eran dos veces más altos que en 1929 en Estados Unidos, por lo que no es extraño que la crisis financiera haya causado grandes estragos. En el momento del crack del mercado de acciones de octubre de 1929, la deuda en Estados Unidos era el 150% del PBI; hoy esa ratio es casi el doble: el 290%. En países como Australia, el aumento de esa ratio ha sido todavía mayor. Ello no ha ocurrido por casualidad, sino en parte porque los bancos centrales son manejados por economistas de la facción neoclásica dominante, que ignoran las lecciones de la Gran Depresión. La falsa lección predicada por la economía neoclásica es que la economía de mercado es fundamentalmente estable, y que la Gran Depresión fue causada por las autoridades monetarias que restringieron el crédito después del crack del mercado de acciones, en lugar de aumentarlo. Pero la verdadera lección que puede aprenderse de las crisis es que una economía de mercado presidida por el crédito es fundamentalmente inestable, y que una depresión se-ria ocurre cuando la especulación financiada con crédito produce un exceso de

deuda privada en el mismo momento en que la inflación es baja. Los bancos centrales, bajo la mala guía de la teoría económica convencional, ignoraron el papel de la deuda privada en el sistema económico; más bien creyeron que la función que a ellos les correspondía era mantener baja la inflación. Con su mirada neoclásica centrada en la tasa de inflación ignoraron la expansión de la deuda privada, y lo mismo hicieron las tesorerías y las agencias económicas internacionales. De ahí que el colapso del orden económico mundial tomara a los economistas por sorpresa. Estaban concentrados en sus modelos matemáticos, que ignoran la deuda privada (¡e incluso el dinero!), en lugar de mirar al mundo real, donde la deuda es rey.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por su sigla en inglés), en su análisis sobre la economía mundial en mayo de 2007 (poco tiempo antes del comienzo del crack financiero), pronosticó un escenario de estabilización: un suave aterrizaje en Estados Unidos, una recuperación acentuada y sostenida en Europa, una trayectoria sólida en Japón y una actividad exuberante en China e India. En todas partes, una fuerte creación de empleo y la caída del desempleo. Ante semejante desacierto, resulta lastimosamente obvio que no puede confiarse en el pensamiento económico imperante para explicar dónde estamos, cómo llegamos aquí, dónde podríamos terminar, y qué deberíamos hacer para evitar las peores consecuencias.

Para responder los anteriores interrogantes, conviene dirigir la atención hacia un gran economista que acertó, pero que fue ignorado por la profesión económica: Irving Fischer. Antes del crack de 1929, Fisher cometió un grave error de juicio con desastrosas consecuencias prácticas para él mismo. Nueve días antes del crack, hizo la fatídica predicción de que los precios de las acciones habían alcanzado de manera permanente una elevada meseta. Ante la precipitación de la crisis perdió su prestigio como economista, que era muy grande en los años veinte; y perdió además diez millones de dólares, que constituían su capital como propietario de una firma. Afortunadamente, Fisher respondió a esa terrible experiencia dedicándose de tiempo completo, durante tres años,

a reflexionar sobre la Gran Depresión, y en 1933 publicó el importante artículo ‘Teoría de las Grandes Depresiones por Deflación de Deuda’, que iba a señalar de manera acertada lo esencial del asunto. Su tesis era que una gran depresión se producía cuando demasiada deuda era acompañada de precios en caída. Los dos factores claves que causaban una depresión eran una deuda excesiva y precios decrecientes. Mientras los economistas ortodoxos construían sus modelos como si la economía estuviera permanentemente en equilibrio, en el mundo real la economía estaba siempre en desequilibrio. Incluso aceptando que existe en la economía una tendencia al equilibrio, “nuevas perturbaciones, humanamente hablando, ocurren de manera segura, así que, de hecho, cualquier variable está casi siempre por encima o por debajo del equilibrio ideal”. Muchos factores pueden jugar en una depresión, pero sólo como acompañantes de los dos mencionados: el exceso de deuda y la baja de precios. Así, por ejemplo, la sobre-inversión y la sobre-especulación pueden ser importantes, pero no serían decisivas si no fueran realizadas con dinero tomado en préstamo. Lo mismo ocurre con la confianza. El exceso de confianza sólo hace gran daño cuando lleva a sus víctimas a adquirir cuantiosas deudas.

### *Cuanto más se paga, más se debe*

Después del crack de 1929, cuando la deuda comercial era dominante, muchas firmas debieron enfrentar compromisos de pago que no podían atender con sus flujos normales de efectivo. Apelaron a ventas forzadas –a muy bajos precios– para tratar de conseguir el dinero que precisaban, y puesto que muchos deudores en dificultades bajaban a la vez sus precios, el nivel general de precios descendía. Incluso las firmas que lograban reducir sus deudas en términos nominales veían que sus ingresos por ventas bajaban más que su deuda, experimentando la ‘Paradoja de Fischer’: cuanto más pagan los deudores, más deben en proporción a su ingreso; cuanto más se balancea el barco de la economía, más cerca está de hundirse; no tiende a enderezarse, como quiere



la visión del mercado como corrector de desequilibrios, sino a volcarse. En los años treinta, después del crack que suprimió muchas deudas por bancarrotas, la relación de la deuda con el Producto Bruto Interno continuó creciendo durante algunos años, y de otro lado continuaron bajando la producción y los precios. El desempleo fue tan severo que quedó grabado por siempre en la mente de la humanidad: en Estados Unidos pasó en tres años de menos de 1% a 25%.

La crisis, cuya ocurrencia la teoría económica había dado por descartada, desacreditó el pensamiento económico convencional y creó un ambiente favorable para la visión de John Maynard Keynes (Fisher, con su reputación arruinada después de haber asegurado en 1929 que el auge estaba llamado a durar, fue ampliamente ignorado, aunque su explicación sobre cómo ocurrían las depresiones era superior a la de Keynes). Cuando el mundo emergió de la Guerra Mundial que siguió a la Gran Depresión, la llamada Economía Keynesiana pasó a dominar la profesión, y los neoclásicos, antes reinantes, fueron ignorados. Sin embargo, una de las más acertadas observaciones de Keynes se cumplió un tiempo después. En su obra principal escribió que era improbable que sus ideas fueran verdaderamente aceptadas por la profesión económica, pero que ello no dependía de su complejidad sino de la dificultad que todos tenemos de desprendernos de las viejas ideas en que hemos sido formados. En efecto, los economistas académicos, aunque ahora se decían keynesianos, continuaron en su gran mayoría aferrándose a las viejas ideas “neoclásicas” (especialmente en el área de la microeconomía, que Keynes no trabajó). Cuando la experiencia de la Gran Depresión se alejó en el tiempo, la economía académica produjo un híbrido injertando las ideas macroeconómicas de Keynes (estudio de los indicadores globales o agregados) en el tronco de la microeconomía neoclásica (centrada en el comportamiento de los agentes particulares), híbrido que fue llamado ‘la Síntesis Keynesiana-Neoclásica’.

Cincuenta años después el injerto keynesiano fue rechazado completamente del cuerpo de la economía dominante. Los economistas de escuela volvieron a afirmar que la economía de mercado se corrige por sí misma, y los profesionales

entrenados en esa creencia vinieron a dominar las tesorerías y los bancos centrales de los países capitalistas más influyentes. Ignoraron los niveles de deuda privada, favorecieron la desregulación de las finanzas, e impulsaron de hecho la especulación con los bienes raíces y los activos financieros.

### 3. MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PRIVADA

La deuda privada es ampliamente ignorada por la macroeconomía convencional. Ese es un tema clave en el enfoque de Minsky, que rechaza la visión neoclásica del dinero como un “velo sobre el trueque”, una suerte de instrumento sistémicamente insubstancial que se limita a favorecer los intercambios de bienes y servicios y ser objeto de atesoramiento. Los monetaristas, seguidores de Milton Friedman, niegan la importancia de la cantidad de dinero expresada en términos de la unidad monetaria: si el número de dólares en existencia se multiplica por cien, ello no tiene ningún efecto si los precios de bienes y servicios también se multiplican por cien. Pero los monetaristas que así razonan olvidan una condición anotada en algún pasaje por el mismo Friedman: y es que, para que el efecto de la multiplicación del dinero sea nulo, en el ejemplo dado también los activos y pasivos, los bienes propios y las deudas u obligaciones deben multiplicar sus precios por cien.

#### *El dinero tiene efectos reales*

Cuando ocurre un aumento de precios, la condición señalada y olvidada por Friedman no se cumple, dado que en la vida real los activos y pasivos no están indexados a la tasa de inflación. Los precios de bienes y servicios suben, pero no los activos y pasivos –o no al mismo ritmo. En macroeconomía las magnitudes monetarias importan, porque ellas inciden en nuestra capacidad de atender los compromisos financieros adquiridos con anterioridad. Con el aumento de

los precios, los productores se benefician con un flujo de cash incrementado, que reduce en términos de valor real el importe de sus deudas.

El enfoque minskyano de la economía considerada a un nivel agregado reconoce el efecto real del dinero en la vida económica, así como la importancia del tema de la deuda privada. Ello le permitió a Steve Keen anunciar con una anticipación de varios años la gran crisis financiera de 2007-08. El modelo de creación endógena de dinero creado por Keen en 2009 es consistente con los datos empíricos sobre la dinámica monetaria. Ese modelo explica la tendencia del sistema financiero a proveer tanto dinero-crédito como las firmas y los hogares demanden o estén dispuestos a aceptar, y contempla además el impacto probable de una contracción del crédito sobre la actividad económica. Enfocar en su conjunto la deuda privada (firmas y hogares sumados), es algo que oscurece el papel del aumento de la deuda de los hogares en los últimos quince años. La importancia de esta última deuda, y la pasividad relativa de los hogares en comparación con las firmas, ilustra el hecho de que la responsabilidad última de las burbujas de deuda privada corresponde, no a la exuberancia irracional de los prestatarios, sino a las prácticas de creación de crédito por parte de los prestamistas.

### *La estabilidad capitalista es desestabilizante*

El modelo creado por Keen en 2009 debe ser ampliado, sin embargo, de manera que incluya un aspecto de la ‘Hipótesis de Inestabilidad Financiera’ de Minsky, que tiene una importancia vital en la dinámica actual de la deuda: se trata del dinero tomado en préstamo para financiar, no la inversión productiva, sino las especulaciones tipo Ponzi con precios de activos. Esta ha sido la principal característica del crecimiento de la deuda desde 1990, y ello vale en particular para la deuda de los hogares. La especulación, más bien que la inversión, fue en gran medida el destino de los préstamos. El objetivo primario de la deuda hipotecaria era la compra de viviendas existentes más bien que la

financiación de nuevas construcciones. Tanto las familias como los especuladores con paquetes de hipotecas se endeudaron bajo la expectativa de un aumento continuado de los precios de la vivienda.

Permítasenos repetir aquí las líneas principales del curso cíclico descrito por Minsky. La hipótesis de Minsky considera un organismo capitalista en el curso del tiempo, empezando por la fase en que la economía crece de manera estable pero las firmas y los bancos permanecen conservadores sobre los niveles de deuda –cosa natural en los años posteriores a una crisis. La combinación de una economía relativamente tranquila y una conducta cuidadosa en la inversión significa que la mayor parte de los negocios emprendidos tienen éxito. En esas condiciones –como ya hemos dicho anteriormente– dos cosas saltan a la vista: las deudas existentes son pagadas y las unidades que estaban pesadamente endeudadas prosperan: paga pues endeudarse. Como resultado de ello, las firmas y los bancos llegan a considerar que las primas o recargos de intereses por consideraciones de riesgo son excesivos. Los proyectos de inversión empiezan a ser evaluados de manera menos conservadora, y las expectativas favorables aumentan las inversiones y los precios de los activos. Los riesgos parecen cada vez menores, lo que permite un despegue del crecimiento con base en la inversión financiada con deuda. Esas son las raíces del boom y de su final colapso. En la clásica fórmula de Minsky, “La estabilidad –o tranquilidad– en un mundo con un pasado cíclico e instituciones financieras capitalistas, es desestabilizante”. La economía entra en una fase caracterizada por Minsky como “la economía eufórica”, donde tanto prestamistas como prestatarios creen que el futuro está asegurado y, por consiguiente, que la mayor parte de las inversiones tendrán éxito. Los precios de activos son revaluados al alza, pues las evaluaciones previas se ven como realizadas sobre bases equivocadamente conservadoras. Las instituciones financieras, tanto en relación con sus clientes como con su propio funcionamiento, aceptan ahora estructuras de deuda que “esas instituciones habrían rechazado en un clima de expectativas más sobrio” (Minsky).

La inflación de precios de activos en un clima de euforia económica permite obtener provechos del comercio de activos en un mercado en alza (como ocurrió bajo el boom de la vivienda), originando una clase de especuladores que Minsky llamó “financieros Ponzi”, según el nombre del afamado estafador italoamericano, Charles Ponzi. Esos especuladores incurren de buena gana en deudas, cuyo servicio y costos superan los ingresos provenientes de los activos comprados, porque esperan poder vender esos activos con una ganancia. Los intereses crecientes que deben ser pagados para servir las deudas fuerzan finalmente tanto a los inversionistas especuladores como a los no especuladores a vender sus activos de capital para cumplir sus compromisos, y la entrada de vendedores adicionales al mercado de activos frena el alza exponencial de precios de la cual dependen los especuladores tipo Ponzi. Los “ponzianos” principales entran en bancarrota, poniendo fin de manera abrupta a la economía eufórica, e iniciando otra crisis sistémica inducida por deuda.

### *Los esquemas Ponzi conducen al colapso*

El modelo descrito incluye una dinámica de precios de activos, así como de deuda. Pero la esencia de una economía dominada por las especulaciones tipo Ponzi es que las deudas adquiridas no agregan nada a la capacidad productiva. El sistema presenta ciclos de auge y caída, con el nivel de endeudamiento subiendo con el tiempo hasta que, finalmente, las deudas adquiridas en la fase avanzada del ciclo superan ampliamente la capacidad de la economía para servir las, y viene entonces una depresión. Los niveles de deuda producidos por préstamos otorgados bajo un esquema especulativo Ponzi son mucho más altos y más frágiles que sin la presencia de este esquema, razón por la cual esos niveles causan finalmente no una simple caída cíclica sino un completo colapso económico. Aunque el modelo de Steve Keen tiene que ser adaptado a los datos actuales, sus líneas básicas corresponden cualitativamente a los patrones que condujeron a la crisis financiera global.

Si la Reserva Federal no hubiera rescatado a Wall Street de sus excesos en 1987, podría haber habido una depresión moderada. Los niveles de deuda en Estados Unidos eran entonces un poco más bajos que en 1929: 159 por ciento del Producto Bruto Interno contra 173 por ciento cuando el Gran Crack. Pero la demanda financiada con deuda en 1987 era una fracción relativamente pequeña de la demanda agregada: sólo el 13 por ciento, de manera que el desapalancamiento (liquidaciones de deuda) se habría producido a partir de una base más baja. La inflación era también más alta en 1987 -4.5% contra cero en 1929-, de manera que la carga de la deuda resultaba menos pesada. Finalmente, la mayor parte de la deuda estaba a cargo de las firmas, que pueden eliminarla más fácilmente que los hogares (por distintas vías: despido de trabajadores, aplazamiento de inversiones, entrada en bancarrota). De otra parte, la corriente de préstamos para financiar negociaciones con derivados financieros y con activos titulizados apenas comenzaba en 1987.

En los años recientes había problemas más serios que permitían pronosticar una depresión. La deuda norteamericana era proporcionalmente mucho mayor que en 1929, y la demanda financiada con deuda llegó a ser casi la cuarta parte del total de la demanda, de manera que los efectos del desapalancamiento eran tan drásticos que podían anular los intentos del gobierno de reactivar la economía. Los hogares tenían más deuda que las firmas, y la propiedad de esa deuda estaba diseminada en la sociedad norteamericana y en el extranjero a través de títulos valores derivados de hipotecas, o en forma de paquetes conformados por un revoltijo de deudas en que las hipotecas sobre bienes raíces tenían la mayor participación.

## PARTE II

### 4. LA BANDA DE LOS DOCE

#### *¿Realmente, nadie vio venir esto?*

La creencia general de que la crisis iniciada con el crack financiero de 2008 fue “un tsunami que nadie vio venir”, más aún, que era imposible de prever, fue desmentida, como dijimos en el capítulo 1, por el economista Dirk Bezemer, de la Universidad Groningen de Holanda, en un excelente estudio sobre modelos económicos publicado en 2009. Bezemer revisó extensamente los escritos de economistas y de analistas sobre mercados financieros, tratando de identificar autores que, además de prever la crisis, cumplieran las siguientes condiciones: hubieran (1) suministrado alguna explicación sobre cómo habían llegado a sus conclusiones; (2) pronosticado la crisis de la vivienda y mostrado sus implicaciones recesivas sobre el llamado sector real –producción, comercio, transporte–, incluyendo un análisis de esa conexión; (3) presentado de manera pública sus conclusiones, más allá de su círculo de amigos o colegas; (4) en fin, calculado de manera aproximada la fecha probable de la crisis.

Atendiendo esos cuatro criterios, Bezemer identificó sólo doce investigadores en el mundo, con el año en que hicieron el pronóstico: Dean Baker, USA, 2006; Wynne Godley, USA, 2007; Fred Harrison, Reino Unido, 2005; Michael Hudson, USA, 2006; Eric Janszen, USA, 2007; Steve Keen, Australia, 2006; Jakob Bröchner Madsen & Jens Kjaer Sorensen, Dinamarca, 2006; Kurt Richebächer,

USA, 2006; Nouriel Roubini, USA, 2006; Peter Schiff, USA, 2007; y Robert Shiller, USA, 2006. Después de identificar los investigadores que sí vieron venir la crisis bajo las condiciones señaladas, Bezemer buscó los elementos comunes en su forma de analizar la economía. Pensó que si había elementos comunes –y si tales elementos estaban ausentes en los análisis de la gran mayoría de los economistas–, entonces los únicos modelos útiles para pensar los fenómenos económicos serían aquellos que incluyeran esos elementos. Bezemer encontró que los escritos acertados compartían los siguientes focos de interés: (1) los activos financieros como distintos de los activos del sector real; (2) los flujos de crédito que financian ambos tipos de bienes; (3) el aumento de la deuda que acompaña a la riqueza financiera; y (4) las relaciones contables entre la economía financiera y la llamada economía real.

Una persona sin conocimientos de economía debe contemplar con asombro los cuatro objetivos que se revelaron fecundos: cabría suponer que están presentes en todos los modelos en el campo de la economía. Pero no es así. En su gran mayoría, los modelos macro-económicos simplemente no los tienen en cuenta. Bezemer cita el ejemplo de los pronósticos sobre la economía global realizados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD, sigla en inglés), pronósticos hechos con base en datos desagregados a fin de especificar países individuales –como los datos que sirvieron recientemente de base para predecir que Australia evitaría una recesión seria. Como dice Bezemer sobre los pronósticos de la OECD, no hay en ellos análisis de flujos de crédito, de precios de activos o de valor neto creciente que impulsen un boom del dinero tomado en préstamo, ni análisis de pagos de intereses que indiquen cargas de deuda crecientes, y no hay tampoco un análisis contable de las variables de flujos monetarios en un momento determinado ni de las variables de esos flujos medidos por intervalos de tiempo.



### *Las finanzas son más que un lubricante*

¿Cómo puede ocurrir lo anterior? Ocurre porque los modelos de la disciplina económica dominante asumen que el sistema financiero es como un aceite que lubrica un motor –un aceite que capacita a la economía para funcionar sin tropiezos, pero sin que tenga un efecto impulsor o dinámico–, y que la economía es una máquina milagrosa que siempre vuelve a un estado de crecimiento continuado, y no genera nunca polución –como el motor de un auto en marcha que, de no ser activados el freno o el acelerador, retorna a un nivel estable de revoluciones por minuto y simplemente bombea agua a la atmósfera. Los modelos elaborados por la “banda de los doce” de Bezemer consideran las finanzas, por el contrario, como un elemento más afín al petróleo que al aceite, un elemento sin el cual el nivel de revoluciones de la economía real descendería a cero. Una economía monetaria –como es esencialmente el capitalismo– semeja más bien un motor de gasolina que bombea al aire no sólo agua y dióxido de carbono sino, además, cantidades nocivas de monóxido de carbono. Un diagrama de flujos elaborado por Michael Hudson y reproducido por Bezemer muestra que, sin crédito del sector financiero, los productores/empleadores carecerían de los fondos necesarios para operar sus fábricas y contratar trabajadores; pero con crédito, los fabricantes acumulan deudas que tienen que ser servidas con base en los flujos de cash generados por la venta de sus productos.

Otro hecho fundamental ignorado por los economistas neoclásicos, cuyas concepciones predominan en los medios de comunicación y en la enseñanza universitaria, es que el sistema financiero aporta fondos no sólo a la “buena” economía real sino también a la “mala” especulación con activos financieros y finca raíz. Esto último también conduce a deuda, a una corriente de créditos que, aparte de las ganancias especulativas de los particulares, no financia la producción ni agrega nada a la capacidad de la economía para servir la deuda creada. El crecimiento de la deuda improductiva constituye el elemento común encontrado por Bezemer en los modelos utilizados por los economistas que

hicieron pronósticos acertados. La consideración de esa deuda fue decisiva en la capacidad de la “banda de los doce” para prever la crisis.

La comparación de la crisis con un tsunami es en realidad inapropiada. La imagen del tsunami transmite el carácter súbito y devastador de la crisis, pero se presta a equívocos sobre varios aspectos importantes. En primer lugar, a diferencia de un tsunami, la crisis pudo ser anticipada (por economistas heterodoxos con un enfoque contable de flujos de fondos). En segundo lugar, un tsunami es provocado por un cambio en las placas tectónicas del planeta, y el cambio mismo –aunque traumático para los seres vivientes que se arrastran en la superficie– alivia la tensión geológica que estuvo en el origen del tsunami: en cierto sentido, el tsunami hace regresar el sistema a un estado de reposo. Por su parte, el ‘tsunami financiero’ fue causado por el estallido de burbujas de precios de activos originadas en niveles excesivos de deuda, pero el estallido de esas burbujas no ha eliminado la deuda, o sea, no ha retrotraído la economía a un estado de equilibrio –lejos de ello. El desempeño de la economía global durante los próximos diez años o más estará determinado por los intentos del sector privado [más tarde del estado, luego de que éste rescate bancos y empresas] de reducir sus niveles de endeudamiento, y ello podrá provocar, en amplias áreas del mundo, una grave recesión económica. A diferencia de un tsunami, la crisis por exceso de deuda es un oleaje que continuará causando estragos, a menos que la deuda sea eliminada deliberadamente.

Todo lo que están haciendo las élites gobernantes en los principales países del mundo es tratar de reactivar la economía estimulando la toma de préstamos por empresarios privados. La mejor analogía, por tanto, no es la de un tsunami, sino la de una sobredosis de drogas heroicas. Lo que nuestros doctores “neoclásicos” están intentando es restablecer la salud del drogadicto suministrándole nuevas cantidades de la misma sustancia que está en la raíz de sus males.

## 5. EL MUNDO EQUILIBRADO DE BEN BERNANKE

### *Bernanke ignora la lección de Fisher*

A juicio de Keen, Bernanke no entiende el crack de 1929 ni los diez años de terrible depresión que siguieron, aunque ha logrado acreditarse mundialmente como un experto en el tema –más aún, como la persona cuyo conocimiento profundo de lo que salió mal en la cuarta década del siglo XX acaba de salvar, según sus adeptos, a la economía global de otra Gran Depresión. En realidad, como escribió Steve Keen en un artículo de 2010, las ideas erróneas del presidente del Banco Central sobre las causas de la Gran Depresión de los 1930's estorbaron la formulación de una política efectiva contra las repercusiones globales del crack de 2008.

La mejor explicación de la Gran Depresión fue dada en 1933 por el economista norteamericano Irving Fisher en su ensayo 'Teoría de las grandes depresiones por deflación de deuda'. Fisher había sido un animador de la burbuja del mercado de valores que presidió la crisis de los treinta, y su aseveración, cuando el crack de 1929, de que se trataba simplemente de un accidente cuyos efectos pasarían pronto, tuvo una audiencia tan amplia como su fama: "Los precios de las acciones han alcanzado lo que parece una meseta permanentemente alta. No creo que habrá pronto, si es que alguna vez puede haber, una baja de cincuenta o sesenta puntos por debajo de los niveles actuales, como predijo Mr. Babson [Roger Babson, economista y empresario norteamericano]. Yo espero ver, dentro de pocos meses, el mercado de valores mucho más alto que en el presente". (Irving Fisher, New York Times, octubre de 1929).

Cuando los acontecimientos probaron que esta predicción era espectacularmente errónea, Fisher, para su crédito intelectual, se dedicó a buscar una explicación. Las conclusiones que alcanzó invirtieron por completo los modelos económicos en que había confiado hasta entonces. Previamente, en la construcción de

sus esquemas analíticos acordes con la escuela económica dominante, Fisher había formulado dos suposiciones en respuesta al hecho de que, a diferencia del mercado de manzanas –digamos–, las transacciones en los mercados financieros implicaban recibir algo ahora (un préstamo) a cambio de un pago que debía hacerse en el futuro. Fisher suponía que:

(a) La oferta y la demanda en un mercado deben ser igualadas –y ello con respecto a cualquier intervalo de tiempo.

(b) Las deudas deben ser pagadas.

La errónea concepción ortodoxa que había sido la de Fischer, con los supuestos señalados, trataba las finanzas como un mercado entre otros, con la oferta y la demanda estableciendo un precio de equilibrio.

¡Qué lejos de la realidad económica estaban esos supuestos, y qué grado de extravío revelaron cuando se desarrolló la Gran Depresión! Fisher fue una de las innumerables personas cuyas fortunas fueron barridas por las demandas de aportes adicionales para cubrir sus apuestas como inversionistas, demandas que él no pudo satisfacer. A raíz de esa experiencia se dio cuenta de que la tendencia al equilibrio que su modelo daba por supuesta no le había permitido ver las fuerzas reales que condujeron a la Gran Depresión. Los procesos reales de la economía ocurren en medio del desequilibrio: “Podríamos tentativamente suponer que, por lo regular y dentro de amplios límites, todas, o casi todas, las variables económicas tienden, de manera general, hacia un estado de equilibrio... Pero el equilibrio perfecto raramente ocurre y nunca dura mucho tiempo. Humanamente hablando, nuevas perturbaciones se presentan de manera segura, así que en la realidad cualquier variable está siempre por encima o por debajo del equilibrio ideal... Suponer que, por un largo período de tiempo, las variables de la organización económica, o algunas de ellas, estarán fijas en perfecto equilibrio, es tan absurdo como suponer que el Océano Atlántico estará alguna vez sin una ola” (Fisher, 1933).

Se requería por tanto un análisis basado en el desequilibrio, y eso fue lo que Fisher llevó a cabo. Tuvo que identificar las variables claves cuyos niveles de desequilibrio condujeron a la Depresión, y llegó a la conclusión de que los factores fundamentales eran “el sobre-endeudamiento, para empezar, y la deflación, poco después”. Descartó o consideró como subsidiarios muchos otros factores, y lo hizo, por ejemplo, en términos como los siguientes: “Pienso que el exceso de confianza raramente hace mucho daño, excepto cuando, y si, induce a sus víctimas al endeudamiento”. Este apunte es de una sobriedad que impresiona cuando se sabe que Irving Fisher, además de su capital, usaba crédito en sus especulaciones, y dado el volumen de sus deudas fue llevado por la crisis a la más completa ruina. [Había sido un hombre rico, y pasó a vivir a costa de una cuñada].

Fisher afirmó, gracias a sus nuevos estudios y reflexiones, que en los 1920's una posición inicial de exceso de deuda y baja inflación había determinado una reacción en cadena que acabó provocando la Gran Depresión. En su ensayo de 1933 sobre la deflación de deuda explicó: “(1) La liquidación de deuda conduce a ventas forzadas –a fin de conseguir cash con que pagar–, así como a una contracción del dinero en depósitos, y la caída de la velocidad de circulación. Esta reducción de los depósitos en bancos y de la velocidad del dinero, a causa de las ventas a pérdida, determinan una baja del nivel de precios, en otras palabras, una hinchazón del dólar. Si la caída de los precios no es frenada por factores reflacionarios, o por algún otro medio, debe haber una caída todavía mayor del valor neto de los negocios, lo cual precipita bancarrotas y una reducción de las ganancias que, en capitalismo, es decir, en una sociedad presidida por la ganancia privada, suscita temores de pérdidas que ocasionan una reducción de la producción, del comercio y de la planta de trabajadores. La producción disminuida, las bancarrotas y el desempleo propagan el pesimismo y la pérdida de confianza, que a su turno conducen a la voluntad de ahorro y una reducción todavía mayor de la velocidad de circulación. Los ocho cambios señalados provocan complejas perturbaciones en la tasa de interés, en particular una caída en las tasas nominales y un aumento de las tasas reales”.

Fisher, a manera de síntesis, concluyó: “Evidentemente la deuda y la deflación (caída del nivel general de precios) son los factores que permiten explicar una gran cantidad de fenómenos de manera simple y lógica”.

### *La falsa idea de equilibrio*

Bernanke es un miembro destacado de la escuela neoclásica de pensamiento que, como es bien sabido, domina en las más altas instituciones y en la academia, y esa escuela continúa la tradición –compartida por Fisher antes de su fiasco traumático bajo la Gran Depresión– de mirar la economía como si estuviera siempre, al menos tendencialmente, en equilibrio.

Con su orientación neoclásica, Bernanke ignoró por completo la insistencia de Fisher de que un análisis presidido por la idea de equilibrio era completamente inútil para entender la economía capitalista. Su “sumario” de la teoría de Fischer (en el libro *Ensayos sobre la Gran Depresión*, Ben S. Bernanke, 2000) es una parodia en la que difícilmente se reconocen los claros argumentos de Fisher enunciados arriba. Dice Bernanke: “Fisher describió un proceso dinámico en el cual los precios decrecientes de activos y mercancías presionaron a los deudores, forzándolos a hacer ventas de activos en condiciones desfavorables, lo que a su turno condujo a nuevas caídas de precios y a dificultades financieras...” El sumario confeccionado por Bernanke comienza con la caída de precios, no con una deuda excesiva, y aunque incluye la palabra “dinámico”, la idea de un proceso marcado por el desequilibrio no aparece por parte alguna. La escuela neoclásica ignora la inestabilidad, característica esencial de las economías capitalistas, y considera la misma deflación por deuda bajo una perspectiva de equilibrio donde las nuevas concepciones de Fisher pierden todo su sentido: “La idea de Fisher –continúa Bernanke– tuvo poca influencia en los círculos académicos en razón del contra-argumento de que la deflación de deuda no representaba más que una redistribución de un grupo [los deudores que pagan] hacia otro grupo [los acreedores que son pagados]”. A falta

de grandes diferencias en la propensión al gasto entre los distintos grupos –argumentaban las críticas a Fisher aceptadas por Bernanke–, la simple redistribución (traspasos de dinero y de capacidad de compra de los deudores a los acreedores) no debería tener efectos significativos sobre el volumen de la demanda ni sobre la economía en su conjunto.

Si el mundo estuviera en equilibrio, con los deudores buscando un nivel de deuda balanceado, con todos los mercados igualando la oferta y la demanda y satisfaciendo por igual a compradores y vendedores, y las deudas siendo pagadas, las concepciones neoclásicas compartidas por Bernanke podrían ser válidas –dice Keen. Pero en el mundo real, cuando los deudores han adquirido demasiada deuda y el mercado incumple la función de igualar la oferta y la demanda corrigiendo los desajustes, y cuando numerosos deudores incurren en impago, una deflación de deuda por liquidaciones no significa simplemente redistribuciones de un grupo (los deudores) hacia otro grupo (los acreedores), sino una fuerte contracción de la demanda agregada. A pesar de que al comienzo de su libro Bernanke anota que “la premisa de este análisis es que la caída de la demanda agregada fue el factor dominante en el estallido de la crisis”, la idea de equilibrio que domina su perspectiva le impide ver la causa obvia de esa caída: el paso de una situación de demanda agregada en aumento, bajo el impulso de un fuerte proceso de endeudamiento, a una fase de deuda decreciente (por liquidaciones o quiebras), que reduce la demanda. La inflación de la deuda produce el boom, su deflación determina una caída depresiva. La causa real de la Gran Depresión, de la que Bernanke funge como experto, no puede ser aprehendida por él porque sus ojos neoclásicos le impiden ver el papel que juega la deuda en el mundo real. Una deuda creciente aumenta la demanda durante el auge; pero un proceso de deuda decreciente, jalonado por liquidaciones y por impagos y quiebras, determina una reducción de la demanda que, si es muy severa, conduce al hundimiento de la economía.

### *Hay que prescindir de Bernanke*

En los años 1920's la deuda privada alcanzó niveles sin precedentes, y esa inflación de la deuda determinó en amplia medida la brillante prosperidad de los Felices Años Veinte: la deuda era el combustible que hacía subir el mercado de valores. Pero cuando este mercado fue golpeado por el crack, la deuda no sólo dejó de expandirse sino que debió ser reducida de manera imperiosa –reducción que significó una fuerte contracción de la demanda y condujo a la Gran Depresión. Durante la tercera década del siglo XX la demanda agregada fue mucho más alta que el Producto Bruto Interno, y esa demanda cayó muy por debajo del PIB durante los peores años de la Gran Depresión. El fuerte proceso de endeudamiento que presidió el boom de los años 1920's significó un aumento de 10 por ciento de la demanda agregada; pero, cuando vino el desapalancamiento, el recorte de la deuda redujo en más de 25 por ciento esa demanda. Tal fue la causa real de la Gran Depresión. Ese factor causal no se puede encontrar en los Ensayos sobre la Gran Depresión de Ben Bernanke. La causa real de la Gran Depresión está fuera de su foco, porque la economía neoclásica no permite ver el papel que juega la deuda en el mundo real.

Si este fuera solamente un problema de interpretación histórica, no importaría mucho. Bernanke y sus homólogos serían simplemente un grupo (un inmenso grupo) de investigadores despistados. Pero, por ser la economía neoclásica una corriente que domina la política económica y la enseñanza de la economía, la ignorancia de esta escuela sobre el papel de la deuda en el origen de la Gran Depresión tiene una enorme importancia práctica. Así, los economistas neoclásicos y la prensa influida por ellos permanecieron impávidos cuando, a finales del siglo XX y comienzos del XXI, la deuda subió a niveles todavía más altos que en los Felices Años Veinte. Peor aún, Bernanke y su predecesor en la presidencia de la FED, Alan Greenspan, actuaron como virtuales animadores de la expansión de la deuda, justificando cada nuevo instrumento de deuda inventado por los banqueros y cada nueva demanda de crédito hecha por los empresarios



como ocasiones bienvenidas de fortalecer la economía de mercado y democratizar el acceso al crédito.

El encaminamiento de la economía hacia la crisis fue facilitado por el abandono de las políticas regulatorias. Se suprimió la ley que separaba la Banca de Inversión (entidades creadas con fondos capitalistas) de la Banca Comercial (entidades con depósitos del público), lo que permitió a esta última participar activamente en la formación de la burbuja hipotecaria. En 2010, el total de la deuda subió de nuevo a niveles muy por encima del PIB. El aumento anual de la deuda durante los años 1990's y 2000's contribuyó a la expansión de la demanda en mayor medida que durante los Felices Años Veinte. Desde comienzos de los noventa la demanda ha estado muy por encima del total de la producción bruta. El aumento anual de la deuda representó el 20 por ciento o más de la demanda agregada en varias ocasiones durante los últimos quince años, porcentaje que dobla la contribución de la deuda a la demanda durante los Felices Años Veinte.

Ahora que la orgía de la deuda ha terminado, el esfuerzo del sector privado por reducirla viene a cortar una gran tajada a la demanda agregada. Pero en los años inmediatamente siguientes al crack financiero de 2008 el ritmo de reducción de la deuda y de la demanda agregada ha sido más lento que bajo la Gran Depresión –la deuda ha bajado 10 por ciento en dos años, contra una reducción de más de 20% en los años oscuros de 1931-33. Puesto que la deuda es hoy mucho mayor (en relación con el PIB) que al comienzo de la Gran Depresión, existe el peligro de que la caída de la demanda termine siendo más profunda, o que la depresión económica global pueda durar más tiempo que en los años 1930's.

Dijo Steve Keen en 2010: el senado norteamericano no debería nombrar de nuevo a Ben Bernanke. Su confirmación como presidente de la Reserva Federal prolongaría la política económica insensata que Estados Unidos ha seguido durante más de veinte años. Algunos podrían pensar que eso es injusto con Bernanke. No lo es, asegura Keen. Hay razones serias por las cuales Bernanke

debería pagar el precio político más alto. Como el economista neoclásico que ha tenido la mayor responsabilidad en el olvido de las lecciones de Fisher sobre lo ocurrido bajo la Gran Depresión, constituye un blanco muy adecuado para el sacrificio político que Estados Unidos necesita hoy de manera desesperada. Sus acciones extremas al frente del Banco Central (centenares de miles de millones gastados en el rescate de los bancos) han ayudado ciertamente a reducir el impacto inmediato de la crisis una vez empezada, pero sin las concepciones erróneas que él ayudó a propagar apoyado en su alto cargo y en su prestigio como “experto” en el tema, no habría habido una crisis con las características de la que estamos viviendo. Los puntos ciegos de su visión han hecho la recuperación de Estados Unidos –y sobre todo la recuperación global– menos efectiva de lo que podría haber sido.

## 6. LA TERRIBLE CURA DEL DESAPALANCAMIENTO

“Caballeros, habéis llegado sesenta días tarde. La depresión ya pasó”. –Herbert Hoover, presidente de Estados Unidos, en respuesta a una delegación que en junio de 1930 fue a demandarle un programa de obras públicas que ayudara a la recuperación.

Durante el primer semestre de 2009 algunos observadores en Australia anunciaron que la recesión global estaba concluyendo, y que era probable que ese país no sintiera sus efectos. Steve Keen no compartió esa visión. Reconoció que los observadores que hacían esos pronósticos optimistas eran economistas profesionales, académicamente bien entrenados, y no simples comentaristas motivados por intereses particulares. Pero las expectativas de Keen sobre el futuro de su país eran tan malas que no creía que los vientos de crisis fueran a amainar en un plazo corto. El fuerte entrenamiento ortodoxo de los observadores panglosianos venía a reforzar el escepticismo de Keen sobre los pronósticos que hacían. Casi todos los poseedores de un doctorado en economía que trabajan para un cuerpo económico formal como la Tesorería, el Banco de

la Reserva Federal de Australia o la OECD, habían sido entrenados en la economía neoclásica e ignoraban que hubiera otra manera de enfocar los fenómenos económicos. Pensaban que ellos eran “economistas” y que cualquiera que objetara sus análisis o modelos eran personas carentes de educación en teoría económica. En realidad, virtualmente todos los departamentos de economía universitarios tienen por lo menos un economista que rechaza la economía neoclásica, y que adhiere más bien al pensamiento de una escuela rival –como la Austríaca, la Marxista, la Post Keynesiana, o la Economía Evolucionista. Los economistas heterodoxos con frecuencia discrepan unos de otros, a veces de manera vehemente –por ejemplo, es difícil encontrar dos puntos de vista más opuestos que el de la corriente Austríaca y la Marxista–, pero tienden a formar un bloque frente a las pomposas tonterías que aprenden los economistas en las universidades. Existe, sin embargo, cierta disparidad entre los departamentos de economía universitarios, que a menudo incluyen un puñado de disidentes, y los cuerpos económicos institucionales como la OECD y la Tesorería, que siempre están conformados exclusivamente por economistas neoclásicos. La razón principal de ello –piensa Keen– es la titularidad o ejercicio en propiedad de los cargos. Las universidades la conceden, al contrario de los cuerpos formales que asesoran a políticos y gobernantes. Así, en las universidades pueden encontrarse algunos economistas no domesticados que rechazan la economía neoclásica dominante y que pueden enseñar y publicar sin perder sus puestos, incluso cuando el jefe del departamento respectivo quisiera que se marcharan. No ocurre lo mismo con los economistas empleados en cuerpos como la OECD o la Tesorería, que si piensan como disidentes pierden fácilmente sus puestos –dado que carecen de titularidad.

### *El desapalancamiento reduce la demanda y el empleo*

Las diferencias dentro del campo de los economistas académicos no tienen importancia en la vida económica real, pero los periódicos publican los pronósticos

de las organizaciones institucionales como si se tratara de compendios de sabiduría –hasta que un desastre como la Crisis Financiera Global venga a hacer burla de las fantasías neoclásicas. El siguiente fue el pronóstico de la OECD para la economía mundial en junio de 2007: “En su pronóstico del pasado otoño la OECD determinó que el declive de Estados Unidos no presagiaba un período de debilidad económica en el mundo, al contrario de lo que sucedió en 2001. Más bien, un suave proceso de reequilibrio estaba en marcha, con Europa tomando el testigo de Estados Unidos en la carrera del crecimiento de los países de la OECD. (...) Los más recientes desarrollos han venido a confirmar este pronóstico. De acuerdo con las actuales tendencias, el crecimiento de las economías de la OECD estará sustentado en una fuerte creación de empleo y la caída del desempleo”.

Repetimos: el pronóstico de la OECD que hemos citado fue hecho en vísperas de la crisis financiera, o sea cuando la economía global estaba cerca de la mayor crisis económica de los últimos setenta años. La recesión que estamos viendo después del crack de 2008 hizo trizas los pronósticos de la OECD. Después de su ceguera completa ante la inminencia de la crisis, ¿por qué –se pregunta Keen– hay analistas que todavía toman en serio los pronunciamientos de la OECD, organización que pretende conjugar el capitalismo y la democracia, y que incluye a los países más desarrollados? Quienes confían en tales pronunciamientos tal vez lo hacen por la misma razón que llevó a la gente a obedecer las instrucciones del capitán del Titanic después del choque con el iceberg: la autoridad cuenta mucho en una crisis, incluso cuando el individuo con atribuciones de mando fue el principal causante del desastre.

Puede afirmarse que los economistas, en su gran mayoría, continúan subestimando el actual bajón económico, y lo hacen porque: (a) desconocen que el declive tiene como causa un proceso de desapalancamiento (liquidación de deudas) a partir de niveles de endeudamiento sin precedentes, y (b) la teoría económica clásica, que domina por igual en la academia y en los medios de comunicación, ignora el papel de la deuda en la economía.

La razón que le permitió a Steve Keen anunciar la crisis de 2007-08 con varios años de antelación es que, en lugar de utilizar el enfoque neoclásico dominante, analizó la economía desde la perspectiva de la ‘Hipótesis de Inestabilidad financiera’ de Hyman Minsky, donde la deuda privada juega un papel crucial. En nuestras economías capitalistas, donde el crédito creador de deuda juega de cierta manera el papel de motor de arranque, la demanda es el monto del Producto Interno Bruto modificado por el cambio de la deuda. Si la deuda es baja en relación con el PIB, entonces su contribución a la demanda puede ser insignificante. Pero si la deuda es grande en relación con el PIB, los cambios en el nivel de la deuda pueden llegar a ser un factor determinante de la demanda agregada, y por consiguiente del nivel del empleo. Ese es precisamente el caso de Estados Unidos después del crack. Bajo la orientación de Alan Greenspan y Ben Bernanke, el crecimiento de la deuda privada no sólo ha sido ignorado por la política económica sino que fue de hecho estimulado, en la creencia ingenua y peligrosa de que el sector privado actúa de manera “racional” cuando toma dinero en préstamo. Atreverse a afirmar que los capitalistas inversores pueden comportarse de manera “irracional” equivale a negar la racionalidad de la disciplina económica en general, cosa que obviamente los ortodoxos rechazan. En el mundo en que vivimos, el sector privado necesariamente especula sobre el futuro –y algunas de esas especulaciones resultan equivocadas. El papel de las regulaciones y de la política económica del gobierno es, o debería ser, tratar de dirigir, en lo posible, los recursos de las finanzas hacia empeños productivos, más bien que hacia apuestas sobre el curso futuro de los precios de activos –un extravío que siempre tiende a producir burbujas tipo Ponzi. En los últimos quince o veinte años, con los esfuerzos gubernamentales inspirados en la economía neoclásica y en sus engañosas previsiones sobre el futuro, la política económica incitó al sector privado a adquirir deudas en el marco de esquemas Ponzi gigantes –el mercado de acciones puntocom al final del siglo XX, y a continuación el mercado de vivienda. El sector privado ha utilizado grandes sumas de dinero tomadas en préstamo para apostar que los precios de acciones y de casas subirán siempre más rápidamente que el nivel de precios al consumidor. Ese juego

ya había funcionado con algún éxito durante varias décadas, pero falló en 1987-89. Si después del crack de la bolsa de 1987 la FED dirigida por Greenspan no hubiera intervenido para “rescatar” a Wall Street, la economía norteamericana habría sufrido una depresión –ciertamente moderada porque el nivel de deuda en ese momento era más bajo que en vísperas de la Gran Depresión de los años treinta, y también porque la tasa de inflación en 1989 era diez veces más alta que en 1929. Un nivel bajo de deuda a fines de los ochenta significaba que se requería menos desapalancamiento del que fue necesario en los años treinta para retornar a una economía relativamente sana, es decir, una economía financiada principalmente con ingresos más bien que con endeudamiento. De otra parte, una inflación más alta favorecía un proceso de deflación menos dramático durante la depresión misma, ya que el nivel de precios relativamente sostenido (buenos ingresos de los productores) podía hacer más llevadera y manejable la carga de la deuda. La crisis que enfrentamos actualmente puede llegar a ser mucho peor, porque el desapalancamiento se hará a partir de un nivel de deuda sin precedentes –casi 300% del PIB. Esto puede hundir a Estados Unidos –y a otros países influidos por la economía y la política económica de Estados Unidos– en una depresión que fácilmente podría ser peor que la de los 1930’s. La comparación de las tasas de desempleo apoya esta oscura perspectiva. El desempleo global en el momento actual es tan grave como en los primeros años de la Gran Depresión, y ha venido creciendo cada año, especialmente en Europa.

El desapalancamiento, aunque menos acelerado que en los años treinta, de todos modos es acentuado: los datos más recientes sobre flujo de fondos muestran que la deuda privada está cayendo (sobre todo nominalmente), y reduciendo por tanto la demanda agregada. En la economía moderna presidida por la deuda, los cambios en la demanda financiada con endeudamiento privado inciden fuertemente en el nivel de empleo: cuando baja la contribución de la deuda a la demanda, el desempleo sube.

*Esta crisis no se resuelve con más deuda*

Ha habido además en Estados Unidos un vuelco sin precedentes en el comportamiento de la deuda. Durante las recesiones de los años 1980's y 1990's, la deuda continuó creciendo en términos nominales y también como un porcentaje del PIB. Pero aunque actualmente la deuda se reduce a un paso más lento que bajo la Gran Depresión, de todos modos está disminuyendo casi dos billones de dólares por año (lo que equivale a 14 por ciento del PIB). De ahí que, en lo inmediato, la crisis sea más grave que la vaticinada por los analistas, y cabe pensar que continuará profundizándose más de lo que ellos creen: la crisis está siendo impulsada por el desapalancamiento, y la disciplina económica dominante nada sabe de ello porque ni siquiera incluye la deuda privada en sus modelos. Existe una fuerte conexión entre la tasa de crecimiento de la deuda y el desempleo: cuando la deuda crece más rápidamente, el desempleo baja; cuando la deuda cesa de crecer o se reduce, el desempleo sube. No es porque la deuda sea una buena cosa, sino porque nuestras economías se han vuelto tan dependientes de la deuda que los cambios de ésta influyen en la actividad económica mucho más fuertemente que los cambios del monto de la producción. El gobierno de Estados Unidos está intentando sacar a la economía de la recesión por medio del gasto financiado con deuda pública, lo que plantea varios problemas: el remedio keynesiano (estímulo de la demanda a través del gasto público) puede funcionar cuando los niveles de deuda privada son relativamente bajos, y cuando el referido remedio se acompaña de una política que frene de manera rigurosa la especulación privada; pero en nuestras economías desenfrenadamente especulativas suele ocurrir que el gasto gubernamental (a través de déficits presupuestarios) sólo tenga un efecto reactivador cuando sirve para organizar otra orgía de deuda privada, lo que determina con el tiempo niveles de deuda intolerables. Es verdad que eso no puede ocurrir esta vez, porque todos los sectores de la economía privada –empresas productivas y comerciales, entidades financieras y hogares– se encuentran hoy tan sobresaturados de deuda que no hay quien otorgue préstamos a ninguno de esos sectores.

Otra cosa ocurrió en 1990 cuando la deuda de los hogares era “sólo” el 60% del PIB y el mercado de derivados financieros no mostraba un crecimiento explosivo, y cuando, además, el tamaño de la burbuja de la deuda privada era relativamente moderado, lo que permitía, sin grandes traumatismos presupuestarios, reemplazar esa deuda con deuda pública, es decir, rescatar a los deudores privados con fondos agenciados por el estado. En cambio, para combatir la presente crisis el gobierno estadounidense, endeudándose, ha concedido auxilios y ha realizado gastos en volúmenes sin precedentes. Otro tanto han hecho los países europeos para salvar a sus bancos endeudados. El gasto del gobierno financiado con deuda pública (que se supone incrementa la demanda agregada y estimula las actividades económicas) es sin embargo contrarrestado sobradamente por el desapalancamiento del sector privado (liquidaciones e impagos de deuda que se restan a la demanda agregada). Por consiguiente, en estos primeros años después del crack de 2008 el total de la deuda norteamericana está cayendo, lo mismo la demanda, y lo mismo la actividad económica. Claro que a largo plazo la recesión podría dar paso a una condición más sana: es preciso retornar a una economía que no dependa primordialmente del endeudamiento, y que una vez llegada a ese punto, permanezca allí. Mientras tanto, la transición será tan agradable como la cesación abrupta del consumo de heroína por un adicto.

## 7. ACHICANDO EL AGUA DEL TITANIC

La observación de algunos importantes medios de comunicación en el sentido de que la crisis financiera de 2008 es la peor desde la Gran Depresión puede parecer exagerada a muchos economistas académicos. No lo es. En realidad, es la economía dominante la que peca al subestimar la escala de la crisis. Desde La Historia Monetaria de Estados Unidos (Friedman y Schwartz, 1971), los economistas neoclásicos –incluyendo al presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke– han sostenido que la Gran Depresión (1930’s) fue causada por la torpe política de las autoridades monetarias de entonces. Pero la realidad de los fenómenos



actuales muestra de manera indiscutible que la causa más común y más descolante de las crisis financieras que hundan la economía en la depresión es la deuda privada excesiva acumulada durante una burbuja especulativa (lo que está de acuerdo con la hipótesis de deflación de deuda formulada por Irving Fisher y perfeccionada posteriormente por Hyman Minsky). El factor de los reguladores ineficientes acentuado por Milton Friedman en su análisis de las crisis tiene un valor causal comparativamente secundario, como puede inferirse del hecho de que las fallas regulatorias de uno u otro orden son fenómenos tan constantes que pueden considerarse normales en el juego entre el estado regulador y el sector de las finanzas –dado el margen de maniobra de banqueros y financieros y su influencia política. Las peligrosas dimensiones que podría alcanzar la presente crisis bajo un torpe manejo como el que asegura la presencia de Bernanke al frente del Banco Central, pueden ser imaginadas haciendo una comparación con la Gran Depresión de los 1930's en un punto importante: nos referimos a la ratio de la deuda privada respecto al Producto Interno Bruto, ratio que permite calcular cuántos años de la producción actual serían necesarios para pagar la deuda pendiente. Usando esa métrica, cabe señalar que Estados Unidos, y también Australia, entraron en la crisis actual con mucha más deuda que al comienzo de la Gran Depresión.

### *Empujando una cuerda*

La situación crítica actual comprende los dos prerrequisitos de una depresión identificados por Irving Fischer hace ochenta años: deuda excesiva y precios en caída. Como hemos señalado antes, el mayor amplificador de la deuda en un declive recesivo es la deflación. La deuda norteamericana en relación con el PIB subió otro 60 por ciento más después de 1930, no en razón de nuevos créditos otorgados sino porque la caída de la producción y de los precios aumentaron la carga real de la deuda, a pesar de que los prestatarios lograron –con

empeños austeros o por la vía de la bancarrota- reducir la deuda en términos nominales.

El factor positivo hoy, en contraste con 1930, es la presencia de un sector gubernamental que es consciente de los peligros de una depresión y está decidido a hacer todo lo que sea necesario para combatirla. Con este fin, el gobierno estadounidense realizó numerosos rescates de bancos y entidades financieras (a menudo comprándoles sus acreencias incobrables, vale decir, sus inversiones fallidas), mientras que la administración Obama proyectó un estímulo fiscal del orden de un billón de dólares. En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal se ha puesto como meta una tasa de interés entre 0.25 y cero por ciento, y está imprimiendo dinero en cantidades exorbitantes –nada parecido había sido intentado nunca en esa escala. En sólo cuatro meses, Bernanke dobló la base monetaria de Estados Unidos (!), en su creencia, a menudo declarada, de que inyecciones suficientes de dinero acaban siempre reversando una deflación. Esto le ha ganado a Bernanke el apodo de “Helicóptero Ben”, aunque no fue él sino Milton Friedman, maestro de los economistas de Pinochet, el primero que formuló la idea de emitir dinero y lanzarlo sobre la economía desde una flotilla de helicópteros.

Desde el punto de vista de la macroeconomía convencional, las operaciones monetarias presididas por Bernanke deberían conducir a un incremento sustancial de la oferta de dinero seguido de un aumento de la producción y de los precios. Pero el dramático incremento de la base monetaria (dinero en manos del público más dinero en cuentas bancarias y en depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central) no produjo el tipo de aumento deseado de la oferta monetaria, o sea del dinero a disposición del público en billetes y monedas y en depósitos bancarios. El propósito de impulsar el gasto en la economía por medio del incremento del dinero utilizable por el sistema bancario no pudo cumplirse, y la política de QE de Bernanke (Quantitative Easing –flexibilización cuantitativa), consistente en la adquisición de bonos o deuda del gobierno (también de bonos privados más riesgosos) con dinero creado por el Banco Central

a fin de aumentar el dinero en circulación, resultó tan vana como el intento de empujar una cuerda, de que se burlaba Keynes. El aumento de la base monetaria no ha tenido el efecto deseado sobre la cantidad del dinero en circulación. Para reactivar la economía a través de la oferta de dinero sería necesario que los bancos aumentaran sus préstamos a empresarios y a la población, lo cual no es fácil cuando firmas y consumidores están concentrados, de manera obsesiva pero comprensible, en el desapalancamiento, o sea en el esfuerzo de reducir sus deudas. El problema de Bernanke es que está viviendo en un mundo minskyano y mirando con los ojos cegatones de Friedman: la dinámica de la deuda anula sus intentos de realizar un rescate monetarista de la economía. Mientras las instituciones financieras evitan otorgar préstamos, y prefieren utilizar el dinero recibido del estado en la liquidación de sus propias deudas, el colapso del crédito anula los beneficios del “fiat money” (dinero sin respaldo sustancial creado por la sola decisión de las autoridades monetarias).

### *¿Podrá ser inflada otra burbuja?*

Tanto como de la política de flexibilización monetaria, Steve Keen desconfía del efecto reactivador de los estímulos fiscales y de las acciones del Banco Central como “prestamista de último recurso” –es decir, como salvador de los bancos al borde de la quiebra.

Las medidas propuestas por la nueva administración, presidida por Obama, están de acuerdo con la creencia de Minsky de que el gasto anticíclico del gobierno ayuda a estabilizar la economía. Sin embargo, aunque minskyano en economía, Steve Keen considera que esos rescates fallarán. Minsky, dice Keen, pecaba de optimista. El rescate de agentes financieros “ponzianos” en procura de la estabilización del sistema no puede llegar a producir algo parecido a una situación de equilibrio. Desde el rescate de Wall Street orquestado en 1987 por Alan Greenspan, las actividades “ponzianas” han venido añadiendo masas

nuevas de deuda improductiva al ya muy alto volumen de deuda acumulada, y la deuda crece mucho más rápidamente que el Producto Interno Bruto. Ahora, cuando los prestatarios buscan desesperadamente reducir sus deudas so pena de ejecución por los acreedores, la disminución del gasto privado financiado con deuda sobrepasa y anula el esfuerzo fiscal del gobierno encaminado a reforzar la demanda. En estas condiciones, cada aparente recuperación económica luego de una crisis inducida por deuda ha significado en las décadas pasadas un reinicio de préstamos para las actividades especulativas o “ponzianas” que habían causado la crisis anterior, aunque con un cambio en el sector receptor de los préstamos. Después de las burbujas especulativas en Wall Street (particularmente en el área de la propiedad comercial) en los años 1980’s, tuvimos la burbuja puntocom con la fuerte corriente de préstamos a compañías de internet apenas incipientes que no mostraban ganancias. Esa crisis fue seguida por la burbuja subprime con los préstamos a individuos con historias de crédito y capacidades de pago inadecuadas. Teniendo en cuenta esa serie de burbujas, y en especial las dimensiones de la última, es improbable que otro sector de la sociedad norteamericana se preste a liderar otra recuperación “ponziana” tomando más deuda e iniciando la inflación de una nueva burbuja. La deuda privada ha alcanzado tales niveles que su reducción tendrá inevitablemente efectos recesivos sobre la economía norteamericana y global. Para contrarrestar esos efectos pueden resultar inútiles las medidas monetarias y fiscales de carácter convencional.

Especialmente importante es el impacto del desapalancamiento en la actividad económica. En el caso de Estados Unidos, en su punto más alto la deuda privada financió un gasto de cerca de US\$4.7 billones dentro de un PIB anual de más de US\$14 billones (o sea, la tercera parte de la demanda total estaba alimentada por el endeudamiento). El impacto inmediato del fin del crecimiento de la deuda privada vendría a determinar una reducción importante del gasto agregado. Si el sector privado lograba bajar sus niveles de deuda tanto como un 5 por ciento al año, ello reduciría el gasto agregado de la economía en US\$2.7

billones durante el primer año. Esta cifra excede el tamaño del estímulo fiscal propuesto por la administración Obama, o sea que la liquidación de deudas privadas puede muy bien, como hemos señalado, anular el esfuerzo monetario del gobierno.

Sintetizando la visión pesimista de Keen, la escala de la deuda privada norteamericana significa: (a) que el proceso de desapalancamiento en marcha impedirá que los auxilios del gobierno logren estimular verdaderamente la demanda; (b) que un proceso de reanimación tipo Ponzi no podrá llevarse a cabo estimulando la toma de préstamos privados; y (c) que la contracción del crédito contrarrestará el intento de Bernanke de aumentar la oferta de dinero expandiendo la base monetaria. La declinación acentuada de la economía después del crack financiero es por tanto altamente probable, como también es probable que la recesión sea propagada –parcialmente exportada– a amplias áreas del mundo debido al poder hegemónico de Estados Unidos –en particular, debido a la fuerza del dólar como moneda mundial de reserva.

El proceso depresivo actual representa un desafío más serio para la teoría económica que el planteado por la Gran Depresión, la cual es considerada por Bernanke como el tema cumbre del pensamiento social –en sus palabras: el Santo Grial de la macroeconomía. En opinión de Steve Keen, la economía neoclásica no ha estado a la altura de ese desafío. Para entender las caídas depresivas que siguen a un fuerte crack financiero tenemos que abandonar la perspectiva del neoclasicismo y adoptar una visión alternativa. Dos ideas fundamentales deben ser tenidas en cuenta: que la oferta de dinero está endógenamente determinada (generada por una dinámica inherente al orden financiero capitalista) y que el crédito juega un papel esencial en el desempeño de la economía.

### *La creación endógena de dinero*

Según las concepciones de la economía ortodoxa, la oferta de dinero está determinada por el “multiplicador monetario”, un proceso convencional que comienza con individuos que depositan su dinero en un banco, el cual debe retener como reserva una fracción de ese depósito –en Estados Unidos el 10 por ciento– y el resto puede darlo en préstamo (y convertirlo en fuente de intereses); ello crea, en ese o en otro banco, un nuevo depósito, con base en el cual se repite la operación bancaria de reservar una fracción y dar en préstamo el resto, y así sucesivamente hasta un límite condicionado por el monto del depósito inicial y por el porcentaje de la reserva legal. Ese proceso del multiplicador monetario puede considerarse exógeno, al menos como fenómeno manifiesto, pues se inicia con los depósitos hechos por el público en los bancos. Pero en la segunda mitad del siglo XX surgió la teoría endógena del dinero, de acuerdo con la cual el multiplicador monetario no es lo más importante sino que la oferta monetaria está sistémicamente determinada por decisiones de creación de crédito en el marco de las relaciones entre los sectores productivos y los financieros, concepción primeramente formulada en los años 1980’s por Basil Moore, economista canadiense, y sistematizada por un descendiente de emigrantes mencheviques, el economista estadounidense Hyman Minsky. Moore y Minsky sostuvieron que la creación regular de dinero por las autoridades monetarias está precedida por el crédito privado otorgado por la banca a través de los préstamos (líneas de crédito abiertas o ampliadas) en favor de sus clientes, particularmente las grandes corporaciones industriales y comerciales. Moore subrayaba que la capacidad de la banca para otorgar crédito sólo estaba limitada por la demanda de dinero de los prestatarios solventes, mientras que los bancos centrales debían asegurar que siempre hubiera dinero suficiente para atender esa demanda –a una tasa de interés determinada. O sea, la oferta monetaria se origina en el interior de la economía (endógenamente), en las operaciones crediticias entre productores y financieros (legalizadas por el estado y respaldadas por los bancos centrales). Existen así dos mecanismos

para la creación de dinero: de una parte, el multiplicador monetario (exógeno en el orden manifiesto pero secundario en términos cuantitativos y sistémicos), y de otra parte la creación de crédito privado por los bancos, fuente más acorde con la identidad esencial del orden financiero capitalista. En la concepción endógena de los economistas heterodoxos como Moore y como Minsky, las secuencias causales son justamente invertidas: los aumentos de precios, provocados –aunque no de manera exclusiva– por alzas salariales, conducen a aumentos del dinero crediticio, lo que aumenta el dinero en circulación y también la base monetaria, la cual incluye el dinero guardado por los bancos como reserva fraccionaria. La oferta de dinero sólo está limitada por la demanda de crédito de los clientes confiables, obviamente los capitalistas, y el crédito bancario determina las reservas de los bancos y la base monetaria, y no al revés como enseñan los textos de economía. [El Banco de Inglaterra, con su autoridad acreditada por una práctica de 320 años, puso término al silencio y la confusión que han rodeado la creación de dinero confirmando la visión heterodoxa en una especie de cartilla de 2014 asequible en internet: ‘Money creation in the modern economy’, que corrige los errores sobre el tema compartidos por muchos economistas, incluidas figuras altamente valiosas y apreciables como Paul Krugman]. En la vida económica se presentan ciertamente altibajos ocasionados por expansiones y contracciones de la oferta de dinero, pero todo ello está presidido en el fondo por cambios crediticios endógenos (cuyos agentes principales son los capitalistas que demandan préstamos para hacer inversiones lucrativas y los banqueros privados, respaldados por el Banco Central, que otorgan los préstamos y devengan intereses), más bien que por la presencia o ausencia de los míticos helicópteros concebidos por Milton Friedman para sobrevolar la economía y hacer llover dólares como maná. En tiempos normales, con una economía en expansión, el aumento del crédito alimenta la actividad económica, mientras que, bajo una contracción del crédito, disminuye el dinero endógenamente generado por la economía, y esto por sí solo puede provocar una contracción de la actividad económica.

## *Conclusión*

Existen buenas bases empíricas y teóricas para pensar que los rescates de firmas emprendidos por el gobierno fallarán en su intento de evitar un proceso recesivo en las economías estadounidense y global. Si este es el caso, ¿hay alternativas para los rescates, para los estímulos a través del gasto gubernamental, la tasa de interés y las reducciones de impuestos? ¿Hay soluciones distintas al endeudamiento del estado y la emisión de dinero?

Obviamente, el hecho de fondo es que, como dijo Minsky, no hemos sido capaces de establecer y poner en práctica una “buena sociedad financiera” que frene la tendencia de negociantes y banqueros a comprometerse en finanzas especulativas. La superación de la depresión que seguirá a la crisis financiera requiere el reconocimiento de la causa de la crisis misma –el exceso de deuda privada acumulada durante una serie de burbujas especulativas tipo Ponzi. En efecto, los más grandes bancos y fondos financieros norteamericanos actuaron como directos descendientes de Charles Ponzi, y quebraron el sistema financiero con el mismo esquema con que Ponzi en 1920’s arruinó a mucha gente y se quebró a sí mismo. El sistema financiero debería ser nacionalizado temporalmente y, durante un tiempo posiblemente largo, obligado a hacer lo que debería ser la principal actividad de las finanzas: suministrar capital de trabajo a las firmas no financieras (lo que en Estados Unidos llaman Main Street). La deuda debe ser reducida, ya sea por medidas de reflación (estímulos a la economía a través de un aumento de la oferta monetaria que eleve el nivel de precios de acuerdo con las tendencias a largo plazo), ya sea por una moratoria drástica de la deuda. Aunque Steve Keen duda de la efectividad de las emisiones de Bernanke para elevar los precios a un nivel que facilite la reducción de la deuda por medio de cancelaciones o amortizaciones (el intento japonés de hacer algo parecido en 2002 fue un fracaso lamentable), una manera efectiva de provocar inflación sería el aumento de los salarios, con el objetivo directo de hacer que las firmas, como compensación, aumenten sus precios. Esta última



sugerencia, por supuesto, es una herejía para la economía neoclásica convencional. A este propósito Steve Keen reitera que hay poderosas razones para proceder a una drástica revisión del pensamiento económico. No es exagerado decir que la creencia ingenua en la bondad de los libres mercados financieros jugó un papel importante en los cambios institucionales y en la inacción regulatoria que contribuyeron al desencadenamiento de la crisis. Es igualmente obvio que los economistas formados en la escuela neoclásica fueron cogidos de sorpresa por la crisis, a pesar de –o más bien a causa de– sus sofisticados modelos matemáticos, que por sí mismos carecen de penetración cognoscitiva sobre la dinámica de una economía dominada por el crédito.

El ejemplo favorito de Steve Keen sobre estos temas, que cita repetidamente, es la confianza panglosiana sobre el futuro de la economía global formulada por los 35 países, muchos de ellos desarrollados, que integran la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD). En su informe de 2007, publicado, como dijimos, poco antes de la crisis, la OECD afirmó: “La situación económica actual es la mejor que hemos conocido durante años”. Y agregó: “Nuestras predicciones centrales permanecen muy benignas: un suave aterrizaje en Estados Unidos, una recuperación sostenida en Europa, una trayectoria sólida en Japón y una fuerte actividad en China e India”.

En los artículos aquí compendiados, Keen cita varias veces, escandalizado, el pronóstico “benigno” sobre la economía global emitido en vísperas de la crisis por los países capitalistas que conforman la OECD. Keen dice que, con ese desatino, la OECD perdió toda credibilidad; todavía más enfáticamente, afirma que nadie debería volver a creer en nada que diga esa organización. Tal vez Keen lleve su énfasis demasiado lejos: Niels Bohr, amigo y contendor de Einstein, era mucho más indulgente ante un pronóstico fallido. En palabras del gran físico danés, las predicciones son muy difíciles, sobre todo cuando se trata del futuro.

--Octubre 2017--