



# Miguel Sebastián

## La falsa bonanza

Cómo hemos llegado hasta aquí y cómo intentar que no se repita

Miguel Sebastián  
**La falsa bonanza**

Cómo hemos llegado hasta aquí  
y cómo intentar que no se repita

*ediciones península*

© Miguel Sebastián, Thinking Heads S. L., 2015

Queda rigurosamente prohibida sin autorización por escrito del editor cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra, que será sometida a las sanciones establecidas por la ley. Pueden dirigirse a Cedro (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesitan fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra ([www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com); 91 702 19 70 / 93 272 04 47).  
Todos los derechos reservados.

Primera edición: octubre de 2015

© de esta edición: Grup Editorial 62, S.L.U., 2015  
Ediciones Península,  
Av. Diagonal 662-664  
08034 Barcelona  
[edicionespeninsula@planeta.es](mailto:edicionespeninsula@planeta.es)  
[www.edicionespeninsula.com](http://www.edicionespeninsula.com)

ÀTONA VÍCTOR IGUAL S. L. - fotocomposición  
EGEDSA - impresión  
DEPÓSITO LEGAL: B-19.624-2015  
ISBN: 978-84-9942-423-1

## ÍNDICE

Introducción: No era bonanza, eran excesos	11
1. Los excesos macroeconómicos	17
2. Desencadenantes de una tormenta perfecta	31
3. El exceso de crédito	50
4. La burbuja inmobiliaria	87
5. Los excesos de la internacionalización	126
6. Los excesos energéticos	154
7. Otros excesos y despilfarros	181
8. Otros que no vieron llegar la crisis	209
Epílogo: Los retos pendientes	235
Agradecimientos	269

## LOS EXCESOS MACROECONÓMICOS

Las cosas no ocurren por arte de magia o por irrupción espontánea. El hecho de que la crisis económica mundial y el desplome del sistema financiero global afectaran de manera tan drástica a la economía española y trajeran tan terribles consecuencias en forma de encarecimiento de la deuda soberana, derrumbe del mercado inmobiliario, crecimiento insoportable del desempleo, sequía crediticia y destrozo del tejido productivo, no fue una cuestión de casualidad o mala suerte. Ocurrió en otros países, cierto es, pero en pocos sitios con la virulencia con que atacó a España.

Muy al contrario, todo ello no fue sino fruto de una serie de debilidades endémicas que padecía nuestra economía en ese fatal año 2008. A pesar de que los indicadores macroeconómicos (o algunos de ellos) parecían brillantes (superávits presupuestarios, tasas de desempleo históricamente bajas, crecimiento continuado...), nuestro equilibrio era precario y, como se demostraría enseguida, cualquier movimiento inesperado podía terminar provocando un cataclismo.

Porque lo cierto es que, más allá de la aparente bonanza, si uno observaba ciertos datos macroeconómicos de aquel momento que a nadie parecían interesar, y lo hacía desde una perspectiva dinámica, esto es, analizados en su evolución a lo largo de los años, hubiera descubierto algunos síntomas que merecían auténtica preocupación.

Particularmente, fueron dos nuestros grandes excesos macroeconómicos que allanaron el camino para el desastre; dos excesos

macroeconómicos que ahora resultan perfectamente identificables, pero que entonces fueron minusvalorados o simplemente ignorados: en primer lugar, un elevadísimo nivel de deuda privada, cuestión clave que vertebrará en buena medida este libro; y en un segundo lugar, el muy alto déficit por cuenta corriente que reflejaba nuestra balanza exterior en aquel momento, aspecto del que entonces también se hablaba muy poco.

Es, pues, momento de profundizar en esos excesos del pasado para comprender mejor lo que vino después, nuestro presente, y quién sabe si nuestro futuro.

#### EXCESO DE DEUDA PRIVADA

La acumulación de la deuda privada que padecía España en 2008, y que fue alimentándose a lo largo de los años previos fruto de toda una serie de prácticas excesivas concretas, va a ser uno de los ejes centrales de este libro porque es la cuestión nuclear que nos permite entender el porqué nos ha ocurrido lo que nos ha ocurrido.

Es muy ilustrador observar la composición de nuestra deuda, tanto pública como privada, en el periodo que va desde la anterior crisis económica de 1993 y cuya semilla se remonta a 1989, en que empezaron a gestarse desequilibrios, hasta la que se produjo en el año 2008. La siguiente tabla, acompañada de un gráfico, muestra la cuantía y composición de esta deuda a lo largo de esos periodos.

En 1989, la deuda total de España ascendía hasta prácticamente el 200% del Producto Interior Bruto (PIB), y su composición consistía, redondeando, en un 150% del PIB de deuda privada, y en algo menos del 50% de deuda pública (incluidas aquí las empresas públicas, tales como RENFE o RTVE). Entre las diferentes deudas privadas, cerca del 94% sobre el PIB correspondía a las empresas no financieras, algo más del 40% a las familias y sólo un 16% del PIB a las instituciones financieras.

## LOS EXCESOS MACROECONÓMICOS

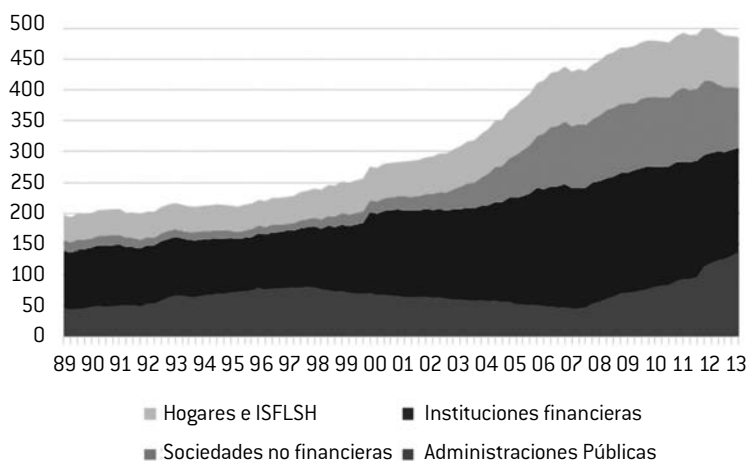
Tabla 1.1. RESUMEN DE DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA  
(EN % DEL PIB)

	<b>Deuda total</b>	<b>Deuda privada</b>	Deuda sociedades no financieras	Deuda instituciones financieras	Deuda familias e ISFLSH*	<b>Deuda AAPP y empresas públicas</b>
1989 inicio	197,5	151,1	93,5	16,4	41,2	46,4
promedio 1989-1997	208	148,1	92,7	13,9	41,5	60
1997 final	226,4	147,4	92,9	11	43,5	79
2008 inicio	430,3	384,5	195,5	100,3	88,8	45,7
factor de multiplicación de deuda 2008/1997	1,9	2,6	2,1	9,1	2,0	0,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia

\* Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

Gráfico 1.1. EVOLUCIÓN DEUDA TOTAL (EN % DEL PIB) Y SU COMPOSICIÓN:  
1989-2013



Fuente: Banco de España

Entre 1989 y 1997 también tuvo lugar una crisis económica (1992-1993) y nuestra primera burbuja inmobiliaria de la democracia (1988-1991), pero, durante la misma, aquellos datos de finales de los años ochenta no habían cambiado muy significativamente. La deuda global había subido algo, hasta el 226%, pero la parte correspondiente a la deuda privada incluso había descendido (por debajo del 150%), aumentando la deuda pública hasta el 60%. La de las familias y la de las empresas no financieras se mantenían muy estables y la de las instituciones financieras incluso había bajado. Es decir, los cambios en esas magnitudes de endeudamiento no habían resultado demasiado importantes, y en 1998 nos disponíamos a entrar en el euro con una economía relativamente saneada, en la que podía preocupar más la cuestión de la deuda pública, que había subido en esos años, que la deuda privada, que incluso había perdido peso relativo en el total de nuestra deuda.

Sin embargo, a partir de 1998 estas tendencias experimentaron un cambio radical. Fue entonces cuando comenzaría el problema del endeudamiento privado. A título de ejemplo, en 1998 éste ya experimentaría una desviación histórica: un 10% de aumento en sólo un año. Ello debería haber sido una primera señal de alarma, dada la estabilidad mostrada en todos los años anteriores, incluyendo los años de la crisis de 1992-1993. Pero no recuerdo a nadie que hiciera el más mínimo comentario sobre este ratio de deuda privada en relación al PIB.

Dentro de la deuda privada, la primera que mostró indicios de crecimiento significativo fue la deuda de las familias, que comenzó a crecer fuertemente incluso antes de la entrada en el euro, lo cual, como veremos en capítulos siguientes, estuvo asociado a la burbuja inmobiliaria que empezaba a hincharse también justo entonces, favorecida por distintos factores como la caída de los tipos de interés, el incremento de volumen de préstamos bancarios para compensar la caída de márgenes por la reducción de dichos tipos y la fuerte llegada de inmigrantes que demandaban más vivienda y bienes de consumo duradero (de es-



tos factores se hablará largo y tendido más adelante, así como de, evidentemente, la burbuja inmobiliaria).

Por su parte, la deuda de las empresas comenzaría a crecer con algo más de retraso, y no empezaría a notarse hasta 1999, una vez incorporados a la moneda única.

Transcurridos diez años, en 2008, en los prolegómenos del estallido de la crisis económica mundial, la deuda total de España se había situado en el 430% del PIB, es decir, que se había multiplicado por 1,9, casi duplicado, en apenas una década. Si este ritmo es llamativo, lo realmente significativo fue la evolución de la composición de esta deuda a lo largo del periodo 1998-2008.

La deuda privada ascendería hasta el 384% del PIB, es decir, que multiplicaría por 2,6 (casi triplicándose) su ratio sobre la renta nacional. Por el contrario, el peso de la deuda pública se redujo hasta algo más de la mitad con respecto a los niveles de 1997. Es decir, un 46% del PIB con un factor de multiplicación de 0,6). Las empresas no financieras y familias ofrecían un factor de multiplicación de algo más de 2, para alcanzar el 195% y el 89% del PIB respectivamente. Pero es en el caso de las instituciones financieras donde detectamos un factor multiplicador realmente alarmante en este periodo: nada menos que el 9,1, para situar la deuda de las mismas en un 100% del PIB. En los siguientes capítulos analizaremos los motivos que explican estos perfiles de endeudamiento. Parece evidente que el sector financiero, que multiplicó por diez su ratio de deuda, requerirá de especial comentario a la hora de analizar los excesos cometidos e identificar los motivos de haber llegado al punto que hemos llegado.

La conclusión de esta rápida mirada a datos y cifras en aquel periodo entre crisis es bastante sencilla: el problema no estaba tanto en la deuda pública como, claramente, en la deuda privada. El primer gran exceso macroeconómico fue, en consecuencia, un exceso de deuda privada que nadie miró porque en aquel momento parece que sólo se tenía ojos para vigilar, controlar y

monitorizar la deuda pública, que era objeto de un límite concreto, dentro de las condiciones del Tratado de Maastricht para el acceso a la moneda única.

### *Deuda buena, deuda mala*

Además de una serie de comportamientos que iremos desgranando a lo largo de las próximas páginas que nos condujeron a ese exceso de deuda privada, hay que alertar ya aquí de un factor de índole «intelectual» o «ideológico», que sin duda influyó en el hecho de que se estaba mirando donde no se debía. O, si se quiere, se dejó de mirar donde se debía.

Se ha vivido durante décadas bajo el peso de la teoría dominante en círculos económicos lanzada, por ejemplo, desde el Consenso de Washington,<sup>1</sup> de corte presuntamente neoliberal, de que la deuda privada es «buena» y la deuda pública es «mala».

La lógica de tal postulado viene dada por el hecho de que la deuda privada resulta de una decisión óptima de las familias y empresas que buscan lo mejor para sí mismas y, por tanto, lo mejor para el conjunto del país. La deuda es una señal de que las empresas privadas asumen un riesgo, pero este riesgo también lleva consigo una inversión, y que lo hacen buscando nuevas oportunidades de negocio; de manera que hay un criterio de rentabilidad que generará retornos futuros y será, a la larga, buena para ellas y para el conjunto de la sociedad. Sin embargo, y máxime después de la reciente crisis económica mundial, tal postulado se ha comprobado más que discutible, una falacia que sirve además de trampa para dar pie a actuaciones excesivas e irresponsables. Una deuda privada excesiva es, sin duda, nociva, y máxime

1. El Consenso de Washington se refiere a un conjunto de diez instrumentos de política económica de inspiración presuntamente liberal como fórmulas para garantizar la estabilidad macroeconómica y la expansión de las fuerzas del mercado.

si termina a la larga convirtiéndose en deuda pública, como ha sucedido en el caso de la deuda de los bancos en buena parte de los países de la OCDE. Porque los rescates bancarios no son más que eso: convertir deudas privadas en deuda pública.

El caso es que en España nadie miró nunca el estado de la deuda privada. El motivo posiblemente es porque aquí nunca habíamos tenido un problema de deuda privada. Ni siquiera cuando en 1989 se fijaron por vez primera los tipos de cambio al incorporarse España al Sistema Monetario Europeo<sup>2</sup> tres años después de su entrada en la Unión Europea en 1986. En esos años también hubo burbuja, déficit exterior y excesos, pero éstos eran más bien protagonizados por el sector público. Los responsables de la política económica de aquellos años (1989-1993) o no habían entendido o no habían querido entender que, con la fijación del tipo de cambio y la consiguiente entrada de capitales del exterior, se debería haber llevado una política fiscal más restrictiva.

Y, en efecto, lo que preocupaba era la deuda pública. En lo que respecta a ésta, en 1992, durante la primera crisis que padecemos desde nuestra incorporación a Europa, era efectivamente superior a la de los países de nuestro entorno; sin embargo, en 2007, justo antes de estallar la crisis económica global, estábamos muy por debajo de, por ejemplo, la deuda pública de Francia y Alemania. Es decir, en su tránsito por el euro (1999-2007), Alemania había elevado su deuda pública en 5 puntos sobre su PIB, Francia la había subido otros 5 puntos, mientras que España la había recortado en casi 30 puntos (del 64 al 36% del PIB). A la mitad. Puede que alguien diga que incluso esa fuerte bajada fue insuficiente, y que todavía debíamos habernos ajustado más, dado que parte de nuestros ingresos públicos eran resultado de una

2. El SME era un sistema de bandas de fluctuación de las divisas europeas y que los bancos centrales se comprometían a mantener con intervenciones a costa de sus reservas de divisas. La credibilidad de dichas bandas y, por tanto, del sistema, saltó por los aires en septiembre de 1992, unos días después del final de los Juegos Olímpicos de Barcelona.

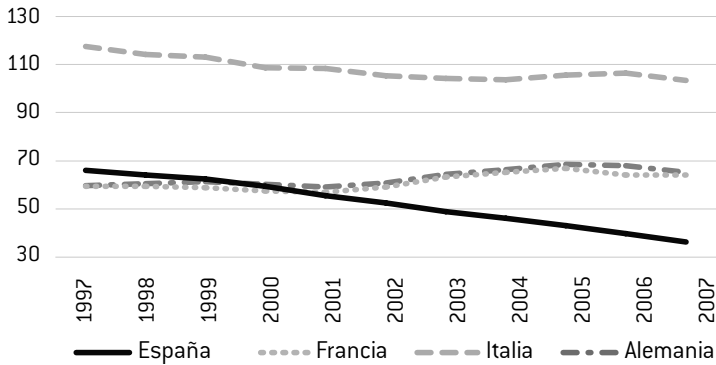
burbuja inmobiliaria y, por tanto, no eran sostenibles. Pero lo cierto es que nosotros redujimos la deuda pública de forma notable y Alemania y Francia la elevaron, y que nuestro grave problema estaba, lo repetiremos una vez más, en la deuda privada.

Tabla 1.2. DEUDA PÚBLICA TRAS LA INCORPORACIÓN DEL EURO

Deuda pública (% PIB)				
	Alemania	Francia	Italia	España
1998	60	59	114	64
2007	65	64	103	36

Fuente: FMI

Gráfico 1.2. DEUDA PÚBLICA TRAS EL EURO Y ANTES DE LA CRISIS (% PIB)



Fuente: FMI

En España, dentro de la deuda privada, lo que quizá llegó a mirarse un poco, aunque muy poco, fue la deuda de las familias, y sólo unas pocas voces alertaron de una posible burbuja inmobili-

liaria; pero de lo que nadie alertó fue de un posible problema de deuda de las empresas privadas. Ni de las financieras ni de las no financieras.

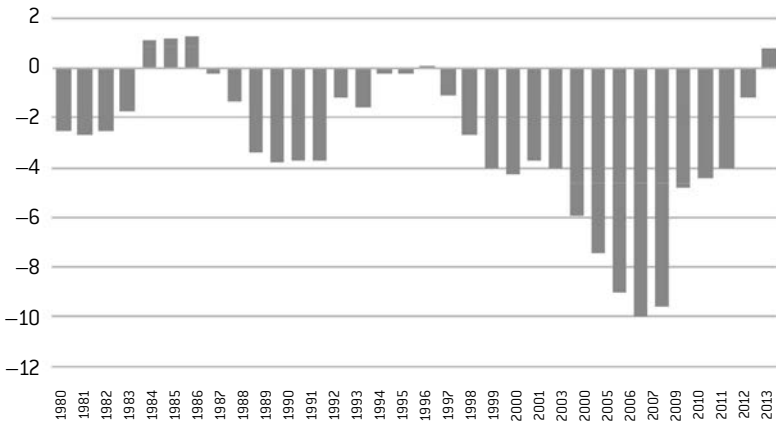
Hasta que todo esto estalló con la crisis económica. Con todo, no fue hasta bien entrada esta crisis que comenzó a reconocerse que nuestro problema era de deuda privada y no de deuda pública, que esto no había sido consecuencia de habernos gastado como Estado «lo que no teníamos». Cuando se decía que habíamos vivido por encima de nuestras posibilidades acusando de algún modo al Estado de bienestar de nuestros males, se debería haber aclarado que era la deuda privada la que realmente nos estaba aniquilando. Una deuda privada que era fruto de prácticas poco previsoras muy específicas y de excesos muy concretos, estando las responsabilidades en quienes no supieron ver o no quisieron ver la burbuja que se estaba gestando, y permitieron y favorecieron su creación, o se enriquecieron con ella.

### EXCESO DE DÉFICIT EXTERIOR

El primer gran exceso macroeconómico y que tanto habría de determinar nuestro comportamiento durante la crisis iniciada en 2008 fue, por tanto, la deuda privada. Pero no fue el único. Resulta necesario citar un segundo exceso macroeconómico, relacionado con el anterior: el relativo al elevado déficit por cuenta corriente, o acumulación de deuda externa, que padecía España. Otro exceso sobre el que la política económica, ni los analistas privados, ni las agencias de *rating*, ni los organismos internacionales tampoco supieron poner el foco adecuado.

El gráfico 1.3 nos muestra la evolución de nuestro saldo por cuenta corriente entre los años 1980 y 2012, y de él se pueden extraer bastantes conclusiones interesantes.

Gráfico 1.3. SALDO CUENTA CORRIENTE (% PIB)



Fuente: Banco de España

Se puede apreciar que, hasta nuestra entrada en el euro, España había sido tradicionalmente un país con déficit por cuenta corriente,<sup>3</sup> pero a unos niveles más o menos razonables: el promedio de déficit desde comienzos de los años ochenta hasta 1998 fue un 1,4% del PIB. En los años de la crisis económica de finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, este déficit había crecido un poco con respecto a los años anteriores, hasta alcanzar valores cercanos al 4% del PIB; sin embargo, en los años inmediatamente anteriores a la entrada en el euro (1996-1998) se había vuelto a suavizar sustancialmente, e incluso se registró un mínimo superávit externo en el año 1997.

Sin embargo, con la entrada en el euro se produjo una masiva llegada de capitales, lo cual trajo consigo como contrapartida un déficit por cuenta corriente que a la larga resultaría verdadera-

3. La balanza por cuenta corriente incluye la balanza comercial (exportaciones menos importaciones de bienes), la balanza de servicios (que incluye los ingresos y pagos por el turismo), la balanza de rentas (tanto de inversiones en cartera como directa) y la balanza de transferencias (por ejemplo, a la UE).

mente excesivo.<sup>4</sup> Dicho déficit exterior saltaría hasta cerca del 10% en el año 2008, justo antes del estallido de la crisis, con un promedio del 6% entre los años 1997 y 2008 (es decir, se cuadruplicó con respecto al periodo precedente).

Recuerdo que Zapatero, una vez estallada la crisis, se lamentaba con amargura de que los economistas que le asesorábamos le habíamos alertado de cuestiones como la burbuja inmobiliaria, o del problema de la productividad, de la escasa innovación y de la importancia de la estabilidad presupuestaria y la reducción de la deuda pública, pero que no le advertimos de esta cuestión del déficit por cuenta corriente. Zapatero tenía razón. Y los economistas debemos reconocer que hubo un lamentable descuido en este tema.

¿El motivo de nuestro descuido? Pues posiblemente que nos amparábamos en una teoría económica que nos decía que dentro de la Unión Europea el déficit por cuenta corriente es irrelevante. Los defensores de ese argumento, otra falacia como la mencionada anteriormente sobre la bondad de la deuda privada, siempre ponían el mismo ejemplo: «Nadie sabe ni tiene en cuenta cuál es el déficit por cuenta corriente de, pongamos por caso, la Comunidad Autónoma de Murcia. ¿A quién le importa? Esto es así porque pertenece a una unión monetaria, que es el conjunto de España, y sea cual sea su déficit exterior regional no va a padecer por sí misma problemas de financiación». Y lo mismo podía decirse del déficit corriente de Nebraska, por poner un ejemplo de un estado de Estados Unidos. Esta teoría se trasladaba en aquel momento a la Unión Monetaria Europea, a la zona euro. Los déficits por cuenta corriente, que habían sido un factor limitativo del crecimiento español desde los años sesenta, dejaban de ser importantes.

Y esto no era una ocurrencia de los economistas académicos. No hay más que ver lo que decía la propia Comisión Europea en

4. Un déficit por cuenta corriente se tiene que financiar con flujos de capital del exterior o, si se quiere, con aumentos de la deuda externa.

1990 en un seminal informe titulado «One market, one money»,<sup>5</sup> que venía a explicar que con la moneda única las restricciones de las balanzas de pagos desaparecerían y que no habría problemas financieros derivados de la existencia de déficit por cuenta corriente frente a otros Estados miembros de la Unión Monetaria. Como había desaparecido el riesgo de devaluación, era lógico que los inversores en una unión monetaria con perfecta movilidad de capitales acudieran a los países con una mayor rentabilidad esperada para sus inversiones. Este déficit respondía, según esa teoría, sencillamente al interés de los inversores extranjeros por invertir en nuestros países, y eso vendría a ser necesariamente bueno, una señal de confianza. Es decir, era la avalancha de capitales exteriores, atraída por la bondad de nuestra evolución económica, la que provocaba ese «apunte contable irrelevante» llamado déficit por cuenta corriente de un Estado particular de la zona euro.

Sin embargo, a la postre no fue irrelevante. Este exceso fue ignorado porque esa teoría económica genérica no tiene en cuenta las particularidades del diseño de la Unión Monetaria Europea: que en ausencia de una verdadera unión política y fiscal, y cuando el Banco Central es independiente de los gobiernos, pero indiferente a la suerte de los diferentes países, el déficit exterior nacional puede volver a ser importante. Aquella teoría puede ser verdad si existe un Banco Central que se preocupe de todos los países por igual, lo cual no ha ocurrido en nuestra experiencia reciente. El Banco Central Europeo (BCE) no acudió, durante la crisis de deuda soberana, al rescate de los países frente a sus acreedores externos, y la deuda propia de cada país tuvo que hacer frente en solitario al juicio implacable de los mercados. En el caso de Estados Unidos sí pasa eso. Para la Reserva Federal, Iowa es tan relevante como Nueva York y los mercados financieros nunca atacarían la deuda de un estado sólo

5. Comisión Europea, «One market, one money», en *European Economy*, octubre de 1990.



porque tuviera un déficit por cuenta corriente. Esas diferencias de diseño entre Estados Unidos y la zona euro volverán a aparecer varias veces en este libro. Y probablemente sean uno de los motivos por los que los norteamericanos han salido de la crisis antes que nosotros.<sup>6</sup> La zona euro, en cambio, no representa una unión monetaria real.

El caso es que la gran falacia de que «el déficit por cuenta corriente es irrelevante» también la hemos descubierto a posteriori. Demasiado tarde. Pero espero que nunca más la olvidemos. Ésa ha sido una amarga lección: aunque estemos en una Unión Monetaria, este déficit también requiere ser vigilado. Y reaccionar ante él. Nosotros no lo hicimos.

#### EXCESOS QUE SON SUMA DE EXCESOS

Lo que ahora se ve de forma muy clara es que, en su momento, no se prestó atención a las señales de alerta de la deuda privada o del déficit por cuenta corriente, como no se tuvieron en cuenta una serie de prácticas, también excesivas, relativas a los mercados financieros y la concesión de crédito, el mercado inmobiliario, las políticas de internacionalización de las empresas o los excesos energéticos o en infraestructuras, entre otros. Fueron estas prácticas las que conformaron el panorama de precario equilibrio en que nos hallábamos en 2008.

Nuestros excesos macroeconómicos fueron, pues, la suma de toda una serie de excesos que no supimos o no quisimos ver, prevenir, ni atajar. La combinación y agregación de todo ello terminaría estallando con la crisis internacional y por eso nos afectó con particular gravedad.

Pero ¿qué provocó que llegáramos a esa situación y por qué

6. Al empezar el año 2015, la zona euro todavía no había recuperado el nivel de PIB real que tenía en 2008, antes del estallido de la crisis, mientras que Estados Unidos lo había superado en más de un 10%.

permitimos que pasara? Como apuntaba desde el principio del capítulo, las cosas no ocurren porque sí, siempre hay causas que las originan. Es nuestra responsabilidad saber detectarlas, diagnosticarlas y tratar de prevenirlas para el futuro. Ir al origen, causa y raíz de nuestros problemas es un ejercicio necesario y, en buena medida, ése es también el propósito de este libro.