

La hipótesis de la inestabilidad financiera: una propuesta de desarrollo

The hypothesis of financial instability: a development proposal

Orlando Delgado Selley¹

Resumen

En este trabajo se hace una revisión de las contribuciones de Minsky para la construcción de una teoría que, siguiendo los planteamientos de Keynes, permite explicar la tendencia de las economías modernas a la inestabilidad. En seguida se incorpora una propuesta de desarrollo a la hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) hecha por A. Vercelli, que permite añadir a los tres tipos de unidades económicas consideradas por Minsky otros tres tipos de unidades económicas, entre las que aparecen los hogares, lo que amplía las posibilidades analíticas de la HIF para explicar el funcionamiento de la economía y, particularmente, el episodio crítico de 2007.

Palabras clave: Hipótesis de la inestabilidad financiera, Minsky, Vercelli.

In this paper, a review of Minsky's contributions is made for the construction of a theory that, following Keynes's expositions, allows us to explain the tendency of modern economies to instability. Next, a development proposal is incorporated into the hypothesis of financial instability (HFI) made by A. Vercelli, which allows to add to the three types of economic units considered by Minsky other three types of economic units, among which households appear, which expands the analytical possibilities of the HIF to explain the functioning of the economy and, particularly, the critical episode of 2007.

Keywords: Hypothesis of financial instability, Minsky, Vercelli.

¹ Profesor-investigador de la Universidad Autónoma de la Ciudad de México.

Introducción

Junto con la teoría de la endogeneidad del dinero, el otro elemento teórico básico para explicar la crisis financiera se encuentra en los aportes de Minsky a la comprensión de la dinámica bancaria como parte central del funcionamiento de una economía esencialmente inestable. En este trabajo se hace una revisión de las contribuciones de Minsky para la construcción de una teoría que, siguiendo los planteamientos de Keynes, permite explicar la tendencia de las economías modernas a la inestabilidad. En seguida se incorpora una propuesta de desarrollo a la hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) hecha por A. Vercelli, que permite añadir a los tres tipos de unidades económicas consideradas por Minsky otros tres tipos de unidades económicas, entre las que aparecen los hogares, lo que amplía las posibilidades analíticas de la HIF para explicar el funcionamiento de la economía y, particularmente, el episodio crítico de 2007.

En el primer apartado se revisa la manera en la que Keynes incorpora la incertidumbre económica y financiera, así como el papel del dinero en la explicación del funcionamiento económico. En el segundo apartado se discute la HIF y el concepto de capitalismo de los administradores de dinero propuestos por Minsky. En el tercer apartado se propone un desarrollo de la HIF a partir de dos índices básicos en la práctica bancaria: la liquidez y la solvencia.

1. Inestabilidad y decisiones de inversión: el aporte de Keynes

Para la teoría convencional y las interpretaciones de Keynes desde esa teoría, las crisis financieras y las fluctuaciones de la producción

y del empleo son anomalías.² En contraste, en la *Teoría General* y en otros textos, Keynes desarrolló un enfoque que explica la inestabilidad económica y financiera a partir del funcionamiento del mercado en momentos de incertidumbre. En este enfoque, basado en la inestabilidad, lo determinante de la actividad económica son las decisiones de inversión. “La principal proposición de la *Teoría General* se centra en las fuerzas desequilibrantes que operan en los mercados financieros.³ Estas fuerzas desequilibrantes afectan directamente la valuación relativa de los activos de capital frente a los precios del producto y esta relación de precios junto con las condiciones del mercado financiero determina la inversión” (Minsky, 1982: 60). Los bienes de capital tienen que ser financiados para que puedan ser producidos; incluso la propiedad de esos bienes tiene que ser financiada. En consecuencia, las condiciones financieras afectan los precios de los bienes de capital, la demanda efectiva de estos bienes y el precio de oferta de la producción de los bienes de capital (Minsky, 2008a: 191).

Los dos diferentes conjuntos de precios -activos de capital y productos y salarios- se determinan en distintos mercados, en los que actúan fuerzas también diferenciadas, a las que deben sumarse

² “Por largo tiempo ha habido ‘dos enfoques’ sobre la dinámica de los ciclos económicos. El primero consiste en que el proceso endógeno de la economía genera un equilibrio que puede ser estático y que ahora usualmente se concibe como ‘un equilibrio de crecimiento’. El segundo consiste en que los procesos endógenos conducen a ciclos económicos e inestabilidad” (Ferri y Minsky, 1994: 15-16). Schumpeter planteó originalmente esta diferenciación de la siguiente manera: “...dos grupos diferentes –tan sólo existen dos- de teorías sobre el ciclo. Por una parte, existe la ‘teoría’ de que el proceso económico es esencialmente no oscilatorio y que, por tanto, la explicación de las fluctuaciones cíclicas o de cualquier otra especie debe ser buscada en las circunstancias particulares (monetarias o de cualquier otro tipo) que perturban el flujo uniforme de la actividad económica... Por otra parte, existe la ‘teoría’ de que el proceso económico es esencialmente ondulatorio y que los ciclos constituyen la forma sustancial de la evolución capitalista.” (Schumpeter, 1971: 346).

³ En el importante libro *Stabilizing an unstable economy*, publicado originalmente en 1986, Minsky caracteriza a estas fuerzas desequilibrantes con el simple nombre de Wall Street (Minsky, 2008b: 111). La referencia obligada a este tipo de caracterización de un sistema financiero está en el libro clásico de Bagehot titulado precisamente *Lombard Street: el mercado monetario de Londres* (Bagehot, 1968). Con esta misma concepción, la reforma financiera aprobada en 2010 por el Congreso de Estados Unidos se denomina oficialmente “The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”.

las del mercado financiero. El funcionamiento de las fuerzas desequilibrantes ocurre en una economía monetaria con entidades financieras sofisticadas. En esta economía el dinero resulta “un tipo especial de bono” que financia los activos de capital. Como lo señalara Keynes en un artículo señero de 1931, titulado “Las consecuencias en los bancos del colapso del valor del dinero”:

“Hay una multitud de activos reales que constituyen la riqueza: edificios, acervos de mercancías, productos en curso de fabricación y en tránsito, etc. Los dueños de estos activos, sin embargo, frecuentemente pidieron dinero prestado para poseerlos. En buena medida, los verdaderos propietarios de esa riqueza, son propietarios de dinero no de los activos reales. Una parte de este ‘financiamiento’ ocurre a través del sistema bancario, que interpone sus garantías entre los depositantes que prestan su dinero y los que adquieren ese dinero para financiar la compra de activos reales. La interposición de este velo entre activos reales y propietarios de la riqueza es una de las características distintivas del mundo moderno. En parte, en los últimos años, esto es resultado de la confianza creciente en el sistema bancario, que ha hecho que la práctica crediticia llegue a dimensiones formidables” (Keynes, 2009: 92-93).

En el capitalismo moderno la propiedad de los activos de capital y las inversiones en proceso se financian con una combinación de deudas y obligaciones. Estos dos tipos de pasivos obligan a pagos futuros. Los desembolsos de liquidez cubren los costos corrientes, realizan los pagos sobre los pasivos y permanecen como un ingreso para sus propietarios.⁴ Estas deudas se contraen con los bancos, de modo que los pagos destruyen dinero. En la economía capitalista el dinero representa deudas con los bancos. El dinero es un velo que sirve como “camuflaje” de la propiedad de la riqueza, lo que hace que el análisis económico se concentre en las utilidades esperadas, ya que explican el endeudamiento de las empresas y las utilidades

⁴ “Contraer y volver a pagar deudas son procesos esenciales del capitalismo: los dos dependen de las ganancias, ya sean esperadas o realizadas” (Minsky, 1982: 72).

realizadas son las que validan esa deuda.⁵ El dinero es un “producto” de las interrelaciones financieras.

Se trata de una concepción del dinero que lo explica como producto de relaciones entre entidades financieras y unidades económicas, entendiéndolo como un velo financiero entre los activos reales y los propietarios de riqueza. Esta es la manera normal en que los banqueros entienden el dinero y que resulta central para entender la visión de Keynes sobre el funcionamiento económico. Este velo implica que el dinero se conecta con el financiamiento a través del tiempo. Una parte de este financiamiento para toda la economía se estructura como una serie de obligaciones de pago en las que los bancos juegan un papel fundamental, ya que es a través de ellos que las obligaciones pueden colocarse en el mercado de capitales. El dinero se crea para responder a los proyectos de inversión, luego aparece como depósitos en los bancos, después los bancos lo envían a las empresas; finalmente, un tiempo después, las empresas pagan a los bancos y éstos hacen lo mismo con sus depositarios.⁶ En la visión de Keynes, en el mundo del “velo monetario”, el flujo de dinero en las empresas es una respuesta a las expectativas sobre las utilidades futuras (Minsky, 1992).

Este funcionamiento económico es el de una economía monetaria caracterizada porque “los cambios de opinión respecto al futuro son capaces de influir en el volumen de ocupación y no sólo en su dirección” (Keynes, 1992:10). Las variables que más se afectan por cambios en las expectativas sobre el futuro son las variables

⁵ “En una economía capitalista las utilidades son, al mismo tiempo, la motivación y la recompensa para los negocios; funcionan para validar el pasado e inducir el futuro” (Minsky, 2008a: 191).

⁶ Un elemento fundamental para entender la macroeconomía desde la perspectiva poskeynesiana es el principio de la demanda efectiva que postula una línea de causalidad que va de la inversión al ahorro, lo que es básico en el circuito monetario. Se ha postulado el concepto de endogeneidad del dinero, que señala que los bancos centrales no establecen la cantidad de dinero sino su precio; el sistema bancario fija una tasa (o un conjunto de tasas) de interés para el mercado de dinero con el que se presta a los solicitantes de crédito (Lavoie, 2009).

financieras: el valor de mercado de los activos de capital, los precios de los activos financieros y el comportamiento esperado respecto a la estructura de obligaciones de empresarios y banqueros.

En esta perspectiva teórica el futuro es desconocido. En consecuencia, las decisiones de inversión y de financiamiento se toman en un contexto incierto: las modificaciones en las expectativas sobre el futuro pueden provocar cambios relativamente rápidos en los precios relativos de diferentes activos de capital y de los instrumentos financieros y en la relación entre los precios de los activos de capital y los precios de la producción corriente. Como advirtiera Minsky en *Can "it" happen again?:* "...los atributos financieros de una economía capitalista conducen a un comportamiento inestable. En una economía con un sistema financiero sofisticado, el velo financiero engloba muchos instrumentos financieros más que el estrecho -o incluso extendido- concepto de dinero" (Minsky, 1982: 62)⁷.

Por esta razón, el funcionamiento de la economía capitalista está marcado por intercambios de dinero actual por dinero futuro. El dinero actual paga los recursos que se incorporan a la producción de los bienes de capital, mientras que el dinero futuro es la utilidad. Así el proceso de financiamiento de la inversión y el control sobre el stock de capital se financia con obligaciones, que constituyen compromisos de pago en dinero en las fechas establecidas en los contratos respectivos (Minsky, 1992).

⁷ El dinero resulta absolutamente fundamental, de modo tal que es posible sostener que lo que distingue a los dos grandes modos de producción existentes en la historia es la sustitución de la coerción física por la coerción monetaria. Por ello, se ha llegado a plantear que las cinco propiedades fundamentales del capitalismo son: i) los empresarios son los propietarios de los medios de producción; ii) la fuerza de trabajo es libre; iii) el valor de la producción se realiza en los mercados donde se gasta el dinero; iv) el Estado es un Estado monetario que crea dinero para ser gastado, asegurando la producción de bienes colectivos; v) los empresarios deciden invertir sin ninguna atadura con su ahorro. "Estas cinco proposiciones son el corazón de la teoría general del circuito monetario" (Parguez, 2006: 46-47).

La atención, en consecuencia, debe centrarse en la deuda de las empresas. Esta es una característica esencial de la economía capitalista. El mundo visto desde Wall Street, es decir desde el sistema financiero, es el de obligaciones establecidas contractualmente para pagar dinero hoy y en el futuro, que son herencias de un pasado en el que se intercambi^ó dinero corriente por dinero a pagar en el futuro. Un funcionamiento de esta naturaleza, para validar la deuda exige cubrir los pagos comprometidos formalmente en los pagarés respectivos, requiriendo que los precios de los productos permitan excedentes importantes sobre el costo de la fuerza de trabajo y los materiales. La liga entre pasado, presente y futuro no est^á dada s^ólo por los activos de capital y las caracter^{ísticas} de la fuerza de trabajo, sino tambi^{én}, y decisivamente, por las relaciones financieras. Las relaciones financieras conectan la producci^{ón} y la propiedad de los activos de capital con la estructura de esas mismas relaciones financieras y con los cambios que se dan en esta estructura. Estas conexiones incorporan las determinaciones institucionales que intermedian entre los propietarios de la riqueza y los que controlan y operan esa riqueza (Minsky, 1992).

La din^{ám}ica de la econom^{ía}, en consecuencia, depende del ritmo de la inversi^{ón}. La valuaci^{ón} de los activos de capital determina el flujo de inversi^{ón} corriente y la posibilidad de cumplir con los compromisos de pago, lo que a su vez determina las posibilidades de financiamiento que est^{án} directamente ligadas con las utilidades brutas. De este modo, la capacidad de financiar nuevas inversiones con deuda depende de las expectativas de que las futuras inversiones generen los flujos necesarios para cubrir las obligaciones bancarias que deben pagarse, o bien refinanciarse si esos flujos son insuficientes. Una econom^{ía} en la que las empresas est^{án} endeudadas es vulnerable a los cambios en el ritmo de la inversi^{ón}, ya que *é*sta determina la demanda agregada y la viabilidad de la estructura de la deuda. La econom^{ía} es, por tanto, inestable ya que est^á en funci^{ón} de las expectativas sobre el curso

futuro de la inversión, así como de la determinación subjetiva de los banqueros y de sus empresarios acreditados sobre la adecuación de la estructura de obligaciones para financiar los diferentes bienes de capital.⁸

2. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky

Un elemento fundamental en este mundo de incertidumbre es que la estructura de obligaciones con la que funciona la economía tiene que operar con un margen de seguridad, basado en que los flujos de efectivo -incluso cuando haya períodos en los que las cosas no funcionen bien- cubran los pagos contratados de la deuda. Keynes lo planteó en un ensayo escrito en 1931, un poco después de la aparición del *Treatise on Money*:

“Los bancos requerían de antemano que fueran cubiertas ciertas fluctuaciones tanto en el valor de los activos particulares como de los activos reales en general, obligando a que el prestatario tuviera un margen. Esto quiere decir que sólo le prestarían dinero hasta cierta proporción del valor del activo que se ofrecía como `seguridad` por parte del prestatario al prestamista. La experiencia ha establecido una proporción fija como el ‘margen’ que resulta razonable en condiciones normales” (Keynes, 2009: 93).

Esto son los márgenes de seguridad o “colchones de seguridad”, que cubren posibles errores en el cálculo de los rendimientos previstos en un proyecto de inversión (Kregel, 2008). En la práctica bancaria la diferencia entre el monto efectivamente prestado y el monto de dinero requerido para financiar el proyecto, establece precisamente el margen de seguridad para el banco. Esta diferencia permite que las garantías ‘normalmente’ sean superiores al 100% del total del crédito.

⁸ “En un mundo con prácticas financieras capitalistas, la incertidumbre es un determinante importante del ritmo del ingreso y del empleo” (Minsky, 1982: 65).

La fragilidad financiera se produce por la lenta erosión de esos márgenes de seguridad durante las épocas de estabilidad.

“En los períodos en los que la economía prolongadamente funciona bien, dos cuestiones resultan evidentes en los ámbitos de decisión. Las deudas existentes son validadas fácilmente y las unidades económicas fuertemente endeudadas prosperan; se paga por apalancarse. Después de esto, parece que los márgenes de seguridad construidos para las estructuras de deuda son muy grandes. Como resultado, durante el período en que la economía está funcionando bien las visiones sobre las estructuras aceptables de deuda cambian. En las negociaciones que ocurren entre los bancos, los bancos de inversión y los empresarios, los montos aceptables de endeudamiento para financiar los diferentes tipos de actividades se incrementan. Este incremento en el peso del financiamiento crediticio hace que suban los precios de mercado de los activos de capital y que aumente la inversión. Cuando esto continúa, la economía se transforma en una economía explosiva” (Minsky, 1982: 65-66).

Un crecimiento estable resulta inconsistente en una economía en la que la inversión está determinada por el financiamiento de la propiedad de los activos de capital existente. Lo que ocurre es que la inestabilidad, esencial en el funcionamiento capitalista, se incrementa crecientemente. Este funcionamiento que transforma una economía que funciona bien en una economía con un *boom* de inversión especulativo es clave en el funcionamiento capitalista; lo determinante en el desempeño del sistema es el nivel de las ganancias. Las expectativas sobre las ganancias dependen de la inversión futura y las ganancias se determinan por la inversión. En consecuencia, la validación de las obligaciones crediticias depende de la inversión que ocurra ahora y de la inversión que se dé en el futuro.

La HIF formulada por Minsky propone una interpretación del impacto de la deuda sobre el desempeño sistémico que incorpora la manera en la que esa deuda se valida. La HIF considera que la actividad bancaria tiene como finalidad la obtención de ganancias. Como todos los empresarios, los banqueros están atentos a

innovaciones que permiten asegurar las ganancias. “...los banqueros (usando genéricamente el término para todos los intermediarios financieros) son comerciantes de deuda que se esfuerzan por innovar los activos que adquieren y las obligaciones que comercian” (Minsky, 1992: 6). Las innovaciones en las prácticas financieras son una característica de la economía contemporánea. Nuevas entidades, nuevos instrumentos y nuevas prácticas se desarrollan para incrementar el volumen de operación y encontrar nuevas posibilidades de negocios financieros, lo que expande el monto de financiamiento disponible, aumentando la inversión.

A partir de las características de las operaciones financieras, Minsky distingue tres tipos de relación ingreso-deuda en las empresas: el financiamiento seguro (*hedge*), el financiamiento especulativo y el financiamiento Ponzi. El financiamiento seguro ocurre cuando el flujo de caja que surge de las operaciones es suficientemente amplio como para permitir que se cumplan cabalmente las obligaciones de pago derivadas de la deuda. El financiamiento especulativo ocurre cuando el flujo de caja que surge de las operaciones no siempre es suficiente para cumplir por completo con las obligaciones de pago, garantizando por lo menos el pago de los intereses. El financiamiento Ponzi⁹ caracteriza una situación en la que las obligaciones de pago, ni el principal ni los intereses, pueden ser cubiertas por el flujo de caja obligando a incrementar el monto del endeudamiento para pagar sus deudas.

⁹ “Charles Ponzi fue un ‘mago financiero’ de Boston que descubrió que ofreciendo altos rendimientos a los ‘depósitos’ podía adquirir un amplio monto de ‘depósitos’. En la medida en que su endeudamiento total creciera más rápidamente que los ‘intereses’ prometidos, podía cumplir con sus obligaciones incrementando su endeudamiento. Una vez que los depósitos empezaran a crecer menos rápidamente que sus obligaciones de pago de intereses, ya no podría cumplir con estos pagos. Dado que la deuda se usa para pagar intereses (o dividendos) el esquema Ponzi termina colapsando” (Minsky, 1982: 70). El término “esquema Ponzi” forma parte ineludible del léxico de la inestabilidad financiera (Eichengreen, 2015).

Estos tres tipos de financiamiento son dinámicos, es decir, durante un período de tiempo en el que la economía funcione bien las deudas seguras y las especulativas se validan. Sin embargo, mientras que las empresas involucradas en financiamientos seguros solamente dependen de que las cosas funcionen normalmente, las empresas involucradas en financiamientos especulativos, aunque la economía vaya bien, requerirán refinanciar la parte de su deuda que no fue cubierta, esto es, los pagos para amortizar capital. Si ocurre un incremento en las tasas de interés, se elevará el costo del dinero sin que las ganancias aumenten.

Las empresas involucradas en financiamientos especulativos tienen tres vulnerabilidades: primera, están obligados a acudir al mercado a refinanciar sus deudas y con una tasa de interés mayor sus compromisos de pago en relación con su flujo aumentarán; segunda, sus activos están a un plazo mayor que sus obligaciones, de modo que un incremento en las tasas de interés de corto y largo plazo conducirá a una mayor caída en el valor de mercado de sus activos, lo que puede hacer que ese valor incluso sea menor que sus obligaciones; tercera, como las razones para aceptar una estructura de obligaciones son subjetivas, una caída en la facturación debilita la posibilidad de cumplir con las obligaciones pudiendo llevar a que la economía rápidamente reevalúe lo que se considera una estructura de responsabilidades aceptable¹⁰.

Es posible mostrar que si los financiamientos seguros dominaran, entonces la economía podría mantenerse en condiciones estables. Por el contrario, si lo que dominan son los financiamientos especulativos y los Ponzi, será mayor la posibilidad de que la economía se desvíe aceleradamente de la estabilidad. Esto permite plantear:

¹⁰ “Altos y crecientes intereses pueden forzar a que las empresas con financiamientos seguros se financien especulativamente y que las financiadas especulativamente tomen financiamientos tipo Ponzi” (Minsky, 1982: 67).

“primer teorema de la hipótesis de la estabilidad financiera: la economía tiene regímenes de financiamiento bajo los cuales funciona establemente y otros bajo los cuales es inestable. El segundo teorema es que en el curso de una prosperidad prolongada la economía transitará de relaciones financieras que permiten estabilidad en el sistema a relaciones financieras que conducen a la inestabilidad” (Minsky, 1992: 8).

Para la HIF no se requiere que aparezcan choques exógenos que provoquen ciclos en los que la actividad económica varíe significativamente. La HIF sostiene que los determinantes de las crisis son de carácter endógeno. Consecuentemente, si la propia dinámica económica genera las condiciones para un comportamiento cíclico que puede convertirse en depresivo, entonces es indispensable que exista un sistema de intervenciones y una regulación capaz de regresar la economía a su trayectoria de equilibrio. La razón por la que la inestabilidad no se convierte en depresiones es que “la economía ha desarrollado prácticas e instituciones, incluyendo agencias de gobierno, cuyo impacto es bloquear las tendencias generadoras de inestabilidad de la economía.” (Ferri y Minsky, 1994: 20).

Estas prácticas e instituciones varían en las diferentes etapas del capitalismo. Con el propósito de precisar los cambios en estas prácticas y reglas establecidas, Minsky distingue cinco períodos financieros del capitalismo norteamericano: capitalismo comercial, capitalismo industrial con financiamiento riesgoso, capitalismo financiero con estado financiador, capitalismo gerencial y estado del bienestar paternalista y capitalismo de administradores del dinero.¹¹ Este último período, el que siguió después de 1946, se

¹¹ Ferri y Minsky indicaron que estas etapas correspondían a lo que Boyer y Mistral (1984) plantearon en términos de regulación. “Las fuerzas bloqueantes cambian con el tiempo. Son diferentes para cada sistema económico... Es necesario que los que formulan la política y las leyes, interpreten lo que ocurre y entiendan de qué modo sus acciones pueden afectar la conducta de agentes endógenos y, por tanto, cómo pueden afectar la economía (Ferri y Minsky, 1994: 20).

caracteriza por: i] casi todas las empresas se organizan corporativamente; ii] los tenedores de amplias proporciones de los pasivos de las corporaciones son instituciones financieras: bancos, aseguradoras, fondos de pensión o de inversión; iii] la aparición de nuevos intermediarios dentro de la estructura financiera; iv] los fondos tienen limitados contractualmente los activos de los que pueden ser propietarios y las actividades en las que pueden involucrarse; v] los administradores de fondos tienen el propósito de maximizar el valor de las inversiones de los tenedores de sus pasivos; y vi] el desempeño de un fondo y de sus administradores es medido por el total de los rendimientos en relación con los activos, la combinación de dividendos e intereses recibidos y la apreciación del valor de cada acción (Minsky, 1996).

La descripción del quinto período financiero del capitalismo americano da cuenta de factores que tienen que ver con elementos estructurales del funcionamiento empresarial, con la ampliación de los agentes institucionales que participan en el mercado, con limitaciones regulatorias y con factores subjetivos. En el curso de la evolución del capitalismo de los administradores de dinero ocurrieron modificaciones regulatorias importantes en el mercado estadounidense. Además, con el surgimiento de comunicaciones globales en tiempo real las innovaciones financieras que se dieron en Estados Unidos se hicieron mundiales, convirtiéndose en nuevas innovaciones de carácter global que alteraron sustancialmente la administración del riesgo.

La consolidación del capitalismo de los administradores de dinero hizo que el mundo financiero se modificara sustancialmente. Surgió un nuevo sistema financiero caracterizada por los siguientes elementos: i] los bancos comerciales, principalmente estadounidenses pero también ingleses, islandeses, irlandeses y de otros países, cambiaron drásticamente su manera de operar; la nueva operación bancaria puede describirse como el modelo “originar y distribuir”. ii] los bancos de inversión estadounidenses modificaron también su modelo de funcionamiento: de intermediar en el mercado de

valores y de capitales por cuenta de terceros, se pasó a privilegiar las operaciones por cuenta propia en un modelo que se ha descrito como prestamista-inversor (Gowan, 2009). iii] ambos grupos de bancos incrementaron exponencialmente su escala de operaciones, en lo que se ha llamado la expansión de la hoja de balance (Adrian y Shin, 2010), esto es, el apalancamiento excesivo. iv] el surgimiento de un conjunto de entidades, mercados y prácticas, alejadas de cualquier tipo de supervisión, conocido como el sistema bancario en la sombra. v] innovaciones financieras que cubrían el mundo instantáneamente con instrumentos cada vez más opacos,¹² con una estructura financiera interna difícilmente comprensible, que hacía que el riesgo fuera desconocido. vi] un proceso brutal de concentración de las operaciones en unas cuantas firmas que controlaban el mundo entero, cuyas decisiones tenían un impacto global que rebasaba ampliamente sus capacidades de actuación. vii] la consolidación del riesgo sistémico como factor decisivo en el funcionamiento del sistema financiero internacional. viii] mecanismos de supervisión inadecuados por su carácter nacional y por su incompreensión de los entes supervisados. Este es el sistema que ha sido la causa motriz de la crisis.

Por esta razón, es posible plantear que los teoremas que sostienen la HIF, “la economía tiene regímenes de financiamiento bajo los cuales funciona establemente y otros bajo los cuales es inestable”, y “en el curso de una prosperidad prolongada la economía transitará de relaciones financieras estables a relaciones financieras inestables”, probaron dramáticamente su validez.

¹² “A pesar de las apariencias, no resulta especialmente difícil entender la saga financiera que provocó la mega-meta-crisis que actualmente soporta el mundo. Un vocabulario especializado y una serie de confusos acrónimos como SIV (structured investment vehicles, vehículos de inversión estructurada), CDO (colateral debt obligations, intereses titulizados en fondos de activos), o CDS (credit default swaps, permutas de riesgo crediticio) confieren a la cuestión un aura de complejidad, pero en realidad el desarrollo del drama se sostiene en forma absolutamente banal mediante instintos básicos como la codicia y las acciones cotidianas de personas inteligentes que <<sólo hacen su trabajo>>, así como la negligencia de gobiernos imbuidos de la ideología del mercado autoregulado” (George, 2010: 25).

Habría, sin embargo, que introducir una de las características del nuevo sistema financiero: la consideración del papel del banco central como regulador del sistema financiero. En la literatura poskeynesiana, particularmente en la explicación de la teoría de la endogeneidad del dinero, hay dos enfoques que se distinguen a partir del análisis de las reservas de los bancos en el banco central. Según Pollin, existen <acomodacionistas> y <estructuralistas>. Para los <acomodacionistas> no hay restricción cuantitativa sobre las reservas de los bancos. Mientras los banqueros tengan confianza en la solvencia de sus deudores, siempre podrán obtener reservas adicionales al precio de mercado. El punto importante es la tasa de interés, fijada exógenamente por el banco central. Los <estructuralistas>, por su parte, afirman que aunque los bancos centrales pueden restringir la oferta de reservas, su política se compensa con las innovaciones bancarias que sirven para gestionar eficientemente su pasivo (Pollin, 1991).

Según Moore, el debate entre ambas teorías está centrado en:

“problema capital: el de la autonomía y la elasticidad de la función de la oferta de crédito respecto al tipo de interés. Si los bancos centrales fijan el precio de oferta de dinero de las reservas sin fijar la cantidad, tanto la base monetaria como la oferta de dinero son endógenas. La función de oferta de dinero de crédito definida en el período de mercado es, pues, horizontal, es decir, perfectamente elástica respecto al tipo de interés fijado exógenamente por el banco central. Si los bancos centrales pueden controlar el nivel de reservas y ejercen efectivamente ese poder, debemos concebir una función de oferta de dinero creciente a corto plazo; y que no es, pues, perfectamente elástica respecto al tipo de interés. Un aumento de la demanda de crédito determina, de forma continua o no, el incremento de los tipos de interés, lo que provoca un <efecto expulsión>. Para diferenciar las dos teorías, es más exacto (incluso si son menos expresivas) utilizar las expresiones <<control a través del precio de las reservas>> y <<control a través del nivel de reservas>>, que los términos <acomodacionista> y <estructuralista>” (Moore, 2006: 47).

Esta discusión, para los requerimientos analíticos de este trabajo, importa en la medida en que se incorpora a la HIF un elemento adicional de fundamental importancia: el banco central y su papel en el manejo de las reservas bancarias. Se completa el cuadro analítico: unidades económicas financiadas, bancos financiadores, banco central y autoridades regulatorias. La HIF se fortalece con nuevas herramientas analíticas.

3. Un posible desarrollo de la HIF

La HIF contiene dos proposiciones básicas: la existencia de dos regímenes financieros, uno consistente con la estabilidad y otro en el que la economía está sujeta a condiciones de inestabilidad. La estabilidad es desestabilizadora, lo que quiere decir que a través de un proceso endógeno la estabilidad de la economía tenderá hacia la fragilidad.¹³ Minsky sostiene que luego de un tiempo con estabilidad económica, la historia crediticia de los prestatarios y la validación de que las operaciones con diferentes niveles de riesgo resultaron exitosas, reducen los márgenes de seguridad incrementando la fragilidad financiera y de allí se pasa a la generación de inestabilidad y al posible estallido de una crisis.

La distinción central para determinar el tipo de financiamiento en el que se ubican las empresas está en la relación entre flujos de ingreso y egreso, lo que establece una definición a partir de dos índices básicos: el de liquidez y el de solvencia (Vercelli, 2009a). Lo central en la dinámica de las unidades económicas es la solvencia. De ella depende que las condiciones de financiamiento se mantengan. Si la solvencia es insuficiente, las

¹³ Se trata, como anotamos antes, de un principio económico básico que distingue dos corrientes fundamentales del pensamiento económico: la que concibe al capitalismo como un sistema esencialmente estable y la que lo concibe como un sistema inherentemente inestable.

unidades con financiamientos seguros pasarán a financiamientos especulativos y éstos a financiamientos Ponzi.

Las unidades financiadas especulativamente y las Ponzi tienen problemas de liquidez en el período corriente, ya que los flujos de egresos son mayores a los ingresos. Las unidades financiadas especulativamente esperan que los problemas de liquidez existan sólo para los primeros períodos de su horizonte de planeación, ya que su expectativa es que en los períodos subsecuentes se dé un excedente de ingresos que asegure su solvencia. Por el contrario, las unidades Ponzi esperan que sus problemas persistan en todo el período de planeación, con la única excepción del último período en el que un importante excedente que asegura *in extremis* su solvencia. La distinción entre unidades especulativas y Ponzi señala la gravedad y urgencia de los problemas de liquidez.¹⁴

La clasificación propuesta por Minsky del tipo de financiamiento que toman las diferentes unidades económicas presenta dos dificultades: todas las unidades son solventes, lo que se asocia a la idea de que la insolvencia llevaría irremediablemente a la quiebra y en esa situación el análisis de esa unidad pierde interés económico; incluso en condiciones de bancarrota legal una unidad no deja de funcionar, lo que tiene importantes implicaciones financieras. Estas implicaciones, además, están en el centro del planteamiento de Minsky, ya que en una crisis financiera muchas unidades económicas se vuelven insolventes en muy cortos períodos de tiempo lo que lleva a que los sistemas bloqueantes actúen y se produzcan rescates.

La segunda debilidad está en que la articulación entre las tres diferentes categorías de unidades económicas es discreta. Los índices de liquidez y solvencia se expresan en dos magnitudes

¹⁴ En este sentido, Minsky señala otro criterio de distinción: las unidades especulativas pueden pagar los intereses de sus pasivos, pero no pueden pagar el principal durante todos los períodos, mientras que las unidades Ponzi no pueden siquiera pagar los intereses en todos los períodos, salvo en el final (Vercelli, 2009a: 6).

específicas. En la realidad económica, las unidades económicas tienen diferentes grados de liquidez y solvencia, pudiendo darse incluso diversos niveles de insolvencia: elevada o baja.

Para explicar las fluctuaciones financieras es necesario considerar otro elemento planteado por Minsky: los márgenes o colchones de seguridad. Estos márgenes son fundamentales para amortiguar los riesgos en los que se involucran las unidades económicas, riesgos que incluso pueden conducirles a la quiebra. Tomando en consideración este elemento, es posible modificar la taxonomía de Minsky convirtiendo sus tres categorías de unidades económicas dependiendo del tipo de financiamiento en seis: las unidades *super seguras* que no tienen problemas de liquidez ni de solvencia; las *seguras* que han superado sus problemas de liquidez, pero perciben que son relativamente frágiles en términos de solvencia lo que les lleva a intentar ampliar sus márgenes de seguridad; las *especulativas* que tienen problemas de liquidez, pero no perciben problemas de solvencia; las *super especulativas* que pese a mantenerse solventes, tienen problemas de liquidez preocupantes dada su fragilidad financiera; las dos últimas categorías presentan dificultades más allá de la línea de solvencia: las unidades financieras *en problemas* que son virtualmente insolventes, pero que han manejado sus flujos financieros de entrada para que sean superiores a los de salida, de modo que tienen esperanzas de sobrevivir; y, finalmente, las unidades *altamente emproblemadas* que son ilíquidas e insolventes.

Con esta nueva taxonomía es posible pasar de la aplicación que reconoce empresas, bancos y otros intermediarios financieros para incorporar unidades económicas con y sin actividades financieras, incluyendo los hogares.¹⁵ Con esta aproximación se concibe que la

¹⁵ El comportamiento de este conjunto amplio de unidades con actividades económicas se ha integrado financieramente en la última década (Vercelli, 2009b), de modo que resulta importante considerarles con el propósito de entender el ciclo del funcionamiento financiero de la economía.

HIF resulta útil para explicar no solamente el comportamiento financiero de las empresas, sino también el de unidades familiares con un funcionamiento económico en el que requieren financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles, de bienes de consumo duradero y de bienes de consumo cotidiano, lo que resulta indispensable para entender una crisis como la de 2007-09 en la que la burbuja inmobiliaria se infló justamente en el segmento de casas-habitación.

El sistema financiero se ha expandido intensamente, logrando que las actividades normales de las familias sean intermediadas por las empresas financieras. El sistema general de pagos se ha bancarizado, de modo que prácticamente cualquier operación con dinero es actualmente una operación intermediada por un banco.¹⁶ Para entender el comportamiento financiero de todas las unidades económicas es importante destacar que la fragilidad financiera, que tiene un importante papel en el enfoque desarrollado por Minsky, también tiene valor explicativo para la situación de los hogares. La fragilidad financiera de una unidad económica se entiende como la vulnerabilidad ante un pequeño choque que puede provocar que el ingreso neto de esa unidad sea negativo, pudiendo llevarle a la bancarrota.

En esta definición es posible entender la fragilidad financiera en términos de la inestabilidad estructural. En realidad, la dinámica de funcionamiento de las unidades está sincronizada con el ciclo financiero, determinando su “comportamiento de manada” (Vercelli, 2009b: 11). La presión del mercado empuja a unidades

¹⁶ En consecuencia, es posible afirmar que por “el peso creciente de los fondos de pensión, una parte cada vez mayor de la riqueza está invertida en titulaciones, el riesgo en aumento de las familias las ha hecho dependientes de las excentricidades de los mercados financieros y, por su parte, estos mercados dependen cada vez más del comportamiento de los hogares. No es casual que la expandida burbuja de las hipotecas *subprime* sea la interfase entre los hogares y el sistema financiero. Las burbujas en tarjetas de crédito y préstamos personales son otros de los factores de la inestabilidad financiera que serán importantes en el futuro. Este proceso evolutivo hace crecientemente importante la visión pre analítica que subyace en la hipótesis de la inestabilidad financiera para entender el comportamiento de todos los agentes económicos, incluyendo los hogares,” (Vercelli, 2009a: 10).

comerciales comparables a aceptar posiciones de riesgo equivalentes para obtener rendimientos similares a los de sus competidores. Por ello se dan amplias oleadas de optimismo y de pesimismo que afectan a prácticamente todas las unidades, haciendo que la percepción del riesgo individual resulte insuficiente para detenerse en el *boom* y excesiva en la depresión.

Consecuentemente, para el conjunto de la economía monetaria resulta una clara tendencia hacia la persistencia de fluctuaciones financieras. “Cuando la economía se encuentra cerca de la línea de solvencia, un choque puede empujar a las unidades más frágiles más allá de la línea de solvencia, lo que determinará virtualmente su bancarrota. Sus flujos de salida se verán drásticamente cortados, reduciendo en la misma medida los flujos de ingreso de otras unidades, las que a su vez serán empujadas por debajo de la línea de solvencia. Esta reacción en cadena disparará la fase aguda de la crisis financiera. Cuando el contagio afecte a muchas unidades se desencadenará la recesión, encontrándonos en un colapso Minsky (Vercelli, 2009b: 11).

La inestabilidad financiera es una combinación de la dinámica de la estabilidad y de la inestabilidad estructural. Por sí solo el debilitamiento de la estabilidad no es suficiente para explicar la persistencia de las fluctuaciones que incrementan la fragilidad financiera de las unidades, pero la fragilidad financiera debe interpretarse como la propensión de una unidad económica a alterar drásticamente las características fundamentales de su desempeño financiero.¹⁷

¹⁷ La fragilidad financiera depende de la inestabilidad cíclica y, a su vez, afecta esta inestabilidad: mientras menos estable sea el funcionamiento del ciclo financiero, mayor será el grado de fragilidad financiera a la que lleguen las unidades económicas; e inversamente, mientras mayor sea la fragilidad financiera del sistema, peor será el proceso de contagio que eleva la dinámica inestable del sistema durante la fase aguda de la crisis.

El factor crucial de la inestabilidad del sistema financiero es el incremento de la fragilidad financiera que ocurre en períodos de tranquilidad. En consecuencia, para la HIF los choques no son esenciales para explicar la persistencia de las fluctuaciones financieras ni de la crisis misma. Los choques no explican el aumento de las actitudes especulativas, el sobreendeudamiento y la fragilidad financiera de las unidades económicas. Ello no implica que las perturbaciones no tengan ningún papel en la inestabilidad financiera. Las modificaciones en el valor presente neto de ciertos activos harán más frágil a las unidades económicas. En esta situación una pequeña perturbación puede precipitar una crisis. El concepto de fragilidad financiera remite al incremento de la vulnerabilidad que ocurre por razones endógenas frente a choques exógenos.

La fragilidad financiera difiere de la hipótesis de la inestabilidad financiera, en la manera cómo evolucionan en el ciclo. En la HIF las empresas con financiamientos especulativos y Ponzi validan su construcción financiera en el curso del ciclo, aprovechando la reducción de los colchones de seguridad que acompaña la expansión económica. La fragilidad, por su parte, aunque corresponde a una etapa del ciclo explicado en la HIF, puede describir una manera de funcionar asociada a una operación crediticia en la que se otorgan préstamos que desde su nacimiento pueden carecer de cualquier margen de seguridad.

Bibliografía:

- Adrian, Tobias y Hyun Song Shin (2010), “Liquidity and Leverage”. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. Staff Report no. 328. May 2008. Revised December 2010.
- Bagehot, Walter (1968), *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Eichengreen, Barry (2015), *Hall of mirrors. The Great Depression, the Great Recession and the uses –and misuses- of history*. Oxford University Press. New York.

- Ferri, Piero y Hyman Minsky (1994), “Procesos de mercado y sistemas bloqueantes”, *Investigación Económica* 210, octubre-diciembre. Facultad de Economía, UNAM.
- George, Susan (2010), *Sus crisis, nuestras soluciones*. Icaria Editorial. Barcelona.
- Gowan, Peter (2009), “Crisis en el corazón del sistema”, en *New Left Review*, número 55, marzo-abril. Madrid.
- Keynes, John Maynard (2009), *Essays in persuasion*. Classic House Books. New York.
- Keynes, John M. (1992), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Keynes, John M. (1953), *A Treatise on Money*. MacMillan and Co. Limited. London
- Kregel, Jan (2008), “Minsky cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U. S. subprime mortgage market”, *The Public Policy Brief* No. 93. The Levy Economics Institute of Bard College.
- Lavoie, Marc (2009), *Introduction of Post-Keynesian economics*. Palgrave MacMillan. London.
- Minsky, Hyman (2008a), *John Maynard Keynes*. Mc. Graw-Hill. New York.
- Minsky, Hyman (2008b), *Stabilizing an unstable economy*. Mc. Graw-Hill. New York.
- Minsky, Hyman (1992), *The financial instability hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 74.
- Minsky, Hyman (1982), *Can “it” happen again? Essays on instability and finance*. M. E. Sharpe, Inc. New York.
- Moore, Basil (2006), “La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿se fija el <<precio>> o la <<cantidad>> de reservas?”, en Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (dirs.) *Teorías monetarias poskeynesianas*. Akal Ediciones. Madrid.
- Moore, Basil (1988), *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press. Cambridge, U. K.
- Parguez, Alain (2006), “Dinero y capitalismo: la Teoría General del Circuito”, en Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (dirs.) *Teorías monetarias poskeynesianas*. Akal Ediciones. Madrid.

- Pollin, Robert (1991), “Two theories of Money supply endogeneity: some empirical evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics* 13(3), spring
- Schumpeter, Joseph (1971), *10 grandes economistas: de Marx a Keynes*. Alianza Editorial. Madrid.
- Vercelli, Alessandro (2009a), *A perspective on Minsky moments: the core of the financial instability hypothesis in light of the subprime crisis*. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper No. 579.
- Vercelli, Alessandro (2009b), *Minsky moments, Russell chickens and gray swans: the methodological puzzles of the Financial Instability Analysis*. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper No. 582

Recibido 30/septiembre/2018

Aceptado 25/noviembre/2018