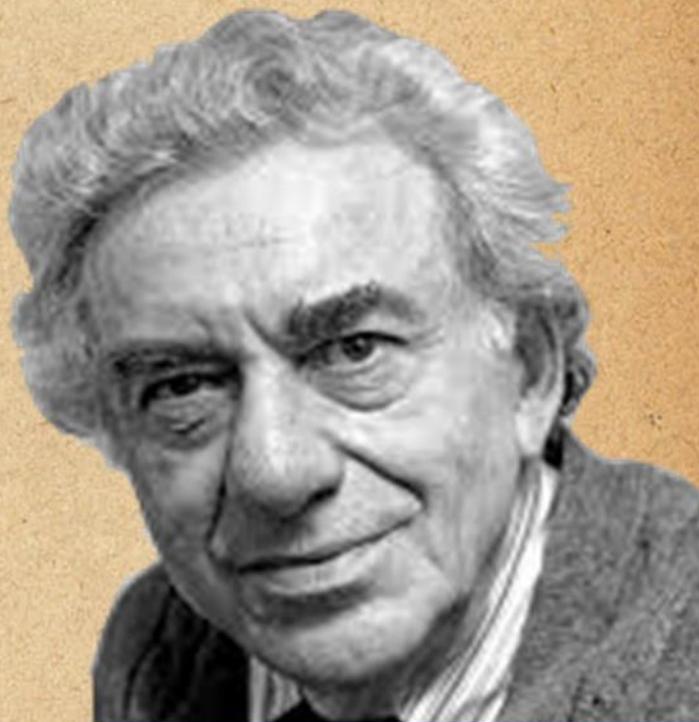


*Guadalupe
Mántey*



MINSKY EN EL PENSAMIENTO ECONÓMICO DEL SIGLO XX

Fondo documental

EHK

Dokumentu fondoa

Euskal Herriko Komunistak

Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX

Guadalupe Mántey de Anguiano
Profesora de tiempo completo en la
Universidad Nacional Autónoma de México,
campus Acatlán
<gmantey@servidor.unam.mx>.

*Este trabajo ha sido convertido a libro digital
por militantes de EHK,
para uso interno y forma parte del
material de trabajo para el estudio,
investigación y formación del
pensamiento marxista*

<http://www.ehk.eus>

<http://www.abertzalekomunista.net>

CONTENIDO

- Introducción
- Ubicación histórica
- La teoría de la inversión de Minsky
- Hipótesis de la inestabilidad inherente
- Innovaciones financieras y fragilidad bancaria
- Política económica anticíclica
- Inestabilidad financiera internacional
- La teoría de Minsky en la política económica del siglo XX
- Alcances y limitaciones de la teoría de la inestabilidad inherente

INTRODUCCIÓN

Hyman P. Minsky nació en 1919 en Chicago. Autoridad en teoría monetaria e instituciones financieras, sus estudios sobre la inestabilidad recurrente del sistema financiero de una economía capitalista fueron le génesis del paradigma de Wall Street. "Una característica esencial de nuestra economía", escribió en 1974, "es que el sistema financiero oscila entre la solidez y la fragilidad y estas oscilaciones son parte integral del proceso que genera los ciclos de los negocios".

En desacuerdo con la corriente principal de economistas, este keynesiano radical argumentaba que esas oscilaciones y los auges y caídas que las acompañan son inevitables en una economía de mercado a menos que el gobierno intervenga para controlarlas mediante regulaciones, acciones de la banca central y otras herramientas que de hecho surgieron a raíz de la gran depresión de los treinta. Asimismo, se opuso a la desregulación característica de los ochenta.

Lo definitorio de la obra de este laureado economista es la importancia del sistema financiero para comprender las fluctuaciones económicas y el crecimiento. Destacaba que a la larga la acumulación de deuda restringe las inversiones empresariales y conduce a la reducción financiera y la recesión. Las políticas fiscal y monetaria tema importante de sus investigaciones pueden contener de modo temporal la inestabilidad financiera, pero señala la política no puede evitar que ésta estalle de manera periódica. Hyman Minsky murió en Rhinebeck, Nueva York, en 1996.

Este trabajo pretende transmitir al lector la visión del funcionamiento del mundo capitalista moderno que tenía Hyman Minsky, escritor que con apasionada convicción continuó la obra innovadora de Keynes, desarrollando y enriqueciendo aquellas partes de la teoría que éste dejara oscuras o inconclusas. Al igual que Keynes, Minsky investiga el comportamiento de una economía monetaria con cierto grado de desarrollo financiero y que crece en condiciones de incertidumbre no cuantificable. Esta última característica, que los distingue de la teoría convencional basada en la certidumbre actuarial (mediante el cálculo de probabilidades), tiene consecuencias trascendentes en ese marco institucional, pues induce un ciclo económico por la volatilidad de las expectativas.

Los puntos de inflexión en este ciclo endógeno son susceptibles de modificarse mediante un manejo adecuado de las políticas monetaria y fiscal encaminado a estabilizar los precios de los activos de capital en el mercado financiero.

Como toda síntesis, ésta seguramente no hará la debida justicia a un autor que se caracterizó por la profundidad y amplitud de sus análisis teóricos e históricos y la elocuencia con que expuso sus ideas. La finalidad de este resumen es introducir al lector en el marco analítico del autor, invitándolo a un intercambio directo con éste por medio de la lectura de su obra.

El trabajo se divide en ocho secciones. En la primera se ubica a Minsky en su momento histórico; la segunda muestra su vinculación con Keynes mediante la teoría de la inversión; en las dos siguientes se describe su original hipótesis de la inestabilidad inherente del sistema capitalista contemporáneo, así como la transformación natural de un sistema financiero robusto en uno frágil. La quinta sección contiene sus propuestas de política económica contracíclica y en la sexta se extienden estos conceptos al plano internacional. En las dos últimas secciones se evalúa la trascendencia de la contribución de Minsky en la evolución del pensamiento económico del siglo XX y en la instrumentación de la política económica.

Ubicación histórica

Minsky inició sus estudios universitarios en Chicago en 1937, un año después de que Keynes publicara su *Teoría general*. Minsky se inclinó primero por las matemáticas y la física; posteriormente, tras conocer a Oscar Lange, Jacob Viner y Henry Simons, que enseñaban economía en esa universidad, reorientó su carrera hacia esta disciplina y obtuvo en Harvard sus grados de maestría y doctorado.

Los errores y los aciertos de la política económica estadounidense posterior a la gran depresión, así como el debate internacional sobre la política económica anticíclica al término de la segunda guerra mundial, influyeron de manera determinante en su formación.

Se podría caracterizar al Minsky joven como un universitario de izquierda, brillante, activista y no sectario. Su amistad con Paul Douglas (el de la función Cobb-Douglas), Abba Lerner y Gerhard Meyer dejó huellas imborrables en su concepción teórica, en particular en su escepticismo respecto al poder equilibrador de los mercados, la preocupación por explicar el ciclo económico, la cautela en el uso de las técnicas matemáticas y el rechazo a radicalismos dogmáticos. La influencia de John R. Commons es también evidente en la importancia que asignó al marco institucional y a las circunstancias históricas en la construcción de su teoría.¹

De sus mentores, sólo Langey Douglas se podían considerar simpatizantes de Keynes, aunque la mayoría compartía la convicción de que la depresión imperante se debía enfrentar con una política fiscal expansiva.

Minsky quedó muy impresionado por el enfoque institucionalista de Keynes, que le ofrecía una explicación más convincente del proceso de acumulación de capital que la teoría neoclásica, al tiempo que proporcionaba las bases de una teoría del ciclo económico. En su opinión, la teoría neoclásica describía satisfactoriamente el equilibrio de corto plazo, por medio del modelo walrasiano, pero era incapaz de ofrecer teoremas demostrados sobre la existencia de un equilibrio estable para mercados reales y financieros en crecimiento, en condiciones óptimas. La controversia de Cambridge había puesto de manifiesto que no era posible determinar la inversión a partir del concepto de una función producción, haciendo abstracción del marco institucional, pues para definir el valor del capital era preciso conocer antes la distribución del producto²

La originalidad de Keynes consistió en demostrar que una economía monetaria no se comporta como una economía de trueque³ Keynes se apartó de los neoclásicos de manera significativa al considerar la liquidez de los activos de capital y no sólo su corriente esperada de ingresos como factor determinante de su valuación en el mercado; en seguida descubrió que las decisiones de inversión e cartera, basadas en la ganancia de capital, podían convertirse en un serio obstáculo para mantener un nivel adecuado de empleo.

Desafortunadamente, el momento histórico en el que apareció la *Teoría general*, poco antes del inicio de la segunda guerra mundial, y los problemas de salud que aquejaron a Keynes en esa época, le impidieron aclarar las malas interpretaciones que se hicieron de su obra. La revolución keynesiana abortó cuando la ortodoxia pretendió modelar el proceso de formación de expectativas. En este intento, advierte Minsky,⁴ se perdió de vista el punto esencial de la concepción de Keynes: la volatilidad de las expectativas en un mundo incierto, que constituía la base de su teoría sobre la inestabilidad del sistema económico.

No obstante, las políticas de administración de demanda recomendadas por los teóricos de la síntesis permitieron un prolongado período mundial de crecimiento con estabilidad; la obra de Keynes comenzó a revalorarse hasta los años setenta, cuando la teoría de la síntesis fue incapaz de explicar el fenómeno de la estanflación.

¹ H.P. Minsky, "Beginnings", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, septiembre de 1985

² H.P. Minsky, *Financial Innovations and Financial Instability: Observations and Theory*, ponencia presentada a la Séptima Conferencia Anual sobre Política Económica del Banco de la Reserva Federal de Saint Louis

³ H.P. Minsky, "The Legacy of Keynes", *Metroeconomica*, vol. XXXV, febrero-junio de 1983

⁴ H.P. Minsky, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, Nueva York, 1975

La teoría de la inversión de Minsky

En el modelo keynesiano original las decisiones de inversión productiva no son independientes de otras decisiones de inversión de cartera y están condicionadas a que la eficacia marginal del capital (*emc*) sea superior a la tasa de interés (*i*). La *emc* es la tasa de descuento a la cual se iguala el precio de oferta de los bienes de capital con el valor presente de la corriente esperada de utilidades (*U*). El precio de oferta de los bienes de capital (*Pf*) es el que permitiría al productor una ganancia normal y lo mantendría en su actividad productiva. En consecuencia:

$$(U/emc) = Pf$$

Por efecto de la competencia, la corriente esperada de utilidades tiende a decrecer a medida que aumenta la inversión; lo contrario sucede con el precio de oferta de los bienes de capital. Por tanto, existen tendencias que conducen a un equilibrio, el cual no obstante, puede ir acompañado del subempleo.

Sin modificar la esencia del argumento de Keynes, en el sentido de que la inversión depende de la diferencia entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, Minsky aborda el análisis desde una perspectiva similar a la de Brainard y Tobin:⁵ vincula ambas variables por medio de la diferencia entre la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital.⁶

Con base en la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez, Minsky supone que la valuación de los activos de capital depende directamente de la oferta monetaria, pues ésta influye en la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital (al precio que demanda el productor para seguir en el ramo, o sea *Pf*), tendrá lugar una inversión nueva.

La inversión neta de las empresas se financiará en parte con fondos internos y el resto con fondos externos. Los fondos internos (las utilidades retenidas después de impuestos) no necesariamente guardarán una relación proporcional a la inversión planeada, de modo que si ésta aumenta, es probable que la ponderación del financiamiento externo a la empresa tenga que elevarse. La reacción del mercado de préstamos a la creciente demanda de financiamiento para la inversión puede modificar los términos en que éste se conceda y a la larga puede frenar el impulso de la acumulación de capital si la tasa de interés se eleva. Esta reacción del mercado marcará la diferencia entre la inversión *ex ante* y la inversión *ex post*.⁷

Cuando la inversión se financia mediante la emisión de pasivos a plazo más corto que la vida probable de los activos, se genera una necesidad de efectivo en exceso de los flujos de caja previstos como producto de la inversión. Esto obliga, en cierto momento, a refinanciar las deudas; si el refinanciamiento en el momento requerido no es posible, la empresa se verá obligada a vender algunos activos, a fin de cumplir los compromisos contraídos. Así, a medida que se eleva el apalancamiento, los agentes económicos tienden a valorar más favorablemente aquellos activos financieros que poseen mayor liquidez.

Dado que la forma en que se valúan los activos de capital a lo largo del ciclo varía y la ponderación asignada a las posibles ganancias o pérdidas de capital aumenta a medida en que avanza la prosperidad (y el apalancamiento de la inversión se eleva), los precios de esos activos en el mercado financiero pueden llegar a verse más influenciados por factores especulativos (como la amplitud, la profundidad y la estabilidad de su mercado, que les confiere liquidez) que por su productividad. Así, el precio de los activos de capital en el mercado financiero depende de la estructura de deudas acumuladas, lo que acentúa el carácter cíclico de la inversión.

⁵ W.C. Brainard y J. Tobin, "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review*, Proceedings, mayo de 1968

⁶ Si definimos *Pk* como la valuación de capital en el mercado financiero e igual a la corriente esperada de utilidades (*U*) capitalizada a la tasa de interés (*i*), $Pk = (U/i)$ tendríamos que, para Keynes, la inversión procedería hasta que $emc = i$, es decir, hasta que $Pk = Pf$. Minsky y Tobin prefieren expresar la inversión como función de $(Pk - Pf)$ y no en términos de $(emc - i)$ como hizo Keynes

⁷ H.P. Minsky, *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe Inc., Armonk, 1982

Minsky enriqueció la teoría de Keynes no sólo al considerar los efectos de la acumulación de deudas en las nuevas decisiones de inversión, sino también incorporando la evolución de las instituciones financieras a lo largo del ciclo económico.

Al respecto, Minsky observa que un período de prosperidad tiende a modificar las actitudes respecto al riesgo y a mejorar las expectativas sobre los flujos de caja de las empresas. Los banqueros perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito; éste, junto con las expectativas favorables, incrementa los precios de los activos de capital existentes. El aumento del valor de mercado estimula a las empresas a invertir elevando sus pasivos y manteniendo estable la relación de deuda a patrimonio.

Así, la mayor oferta de créditos tiende a generar un aumento de su demanda. Al mismo tiempo, la más alta valuación del capital patrimonial hace que los banqueros sostengan, por un tiempo, los términos de concesión de los préstamos para la nueva inversión. Cuando los banqueros se ven limitados a aumentar el financiamiento por restricciones en la base monetaria, realizan innovaciones que elevan el multiplicador del crédito, de modo que la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés. Incorporando a la teoría de Keynes estos dos desarrollos, que se producen durante la prosperidad, Minsky explica el paso natural de la tranquilidad a la inestabilidad financiera.

El mayor apalancamiento aumenta la probabilidad de recurrir a la venta de activos para cumplir con los compromisos contraídos, al tiempo que la valorización de éstos se aleja gradualmente de los fundamentos reales y se vuelve más susceptible a la especulación. En este entorno, el endurecimiento de la política monetaria o cualquier otro fenómeno que cause un cambio subjetivo en la probabilidad asociada a la venta forzada de activos incrementará la preferencia por títulos con mercados profundos, preferentemente protegidos, como los valores gubernamentales; los títulos de las empresas se verán en desventaja y sus precios relativos tenderán a disminuir.

Una vez puesto en marcha el proceso de deflación de títulos privados, la interacción del acelerador y el multiplicador conducirán a la economía a una crisis de liquidez y solvencia.⁸

⁸ H.P. Minsky, "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in More Severe Depressionsii", *Journal of Economic Issues*, vol. XXIX, núm. 1, marzo de 1995

Hipótesis de la inestabilidad inherente

La tendencia hacia la inestabilidad financiera en la teoría de Minsky se explica por el desarrollo de estructuras de deudas que no se pueden validar ni por los flujos de caja ni por los precios de los activos cuando se deja que a ambos los determinen las libres fuerzas del mercado.

Las empresas operan hoy con una corriente de obligaciones de pago heredada del pasado y al financiar sus inversiones presentes establecen una corriente de obligaciones para el futuro. A fin de que la estructura de deudas se pueda validar, los flujos de caja deben ser superiores a los pagos de pasivos. Cuando esto no sucede, las empresas deben buscar la manera de refinanciar parte de sus deudas o bien vender algún activo para cumplir con sus compromisos de pago.

A fin de esclarecer la manera en que se pasa de un sistema financiero robusto a uno frágil, Minsky⁹ clasifica a las empresas en los tres grupos siguientes.

- 1) Empresas cubiertas, para las cuales los flujos de caja siempre exceden los compromisos de pago.
- 2) Empresas especulativas, en las que durante un breve período inicial el flujo de caja sólo alcanza para cubrir los intereses, pero no las amortizaciones, de modo que requieren refinanciamiento.
- 3) Empresas Ponzi, donde los flujos de caja iniciales son insuficientes incluso para pagar los intereses de los préstamos, por lo que requieren aún mayor refinanciamiento.¹⁰

La sensibilidad a las condiciones del mercado financiero varía de un grupo a otro. Si bien una elevación del rédito repercute para todas en una baja de su valor de mercado, el grado de intensidad con que esto sucede difiere significativamente.

Puesto que el valor de mercado de una empresa es igual a la capitalización de su corriente esperada de utilidades netas (deducidos los intereses pagados por sus pasivos), las empresas cubiertas son las menos afectadas por un alza en los tipos de interés, pues no requieren contratar nuevos financiamientos. Para las empresas especulativas y Ponzi, en cambio, el alza en los tipos de interés puede llegar a significar utilidades netas negativas.

Un sistema financiero robusto con predominio de empresas cubiertas no se ve fuertemente afectado por cambios pequeños en las tasas de interés o las utilidades. Por el contrario, en un sistema en que predominan las empresas especulativas y Ponzi, cambios modestos en esas variables pueden afectar severamente la capacidad de los agentes privados para cumplir sus compromisos financieros.

Un sistema financiero inicialmente robusto, argumenta Minsky, tiende a convertirse en un sistema frágil por la evolución natural de las prácticas financieras durante los períodos de prosperidad. En esta etapa del ciclo existe un doble incentivo para que las empresas cubiertas se transformen en especulativas o Ponzi. En primer lugar, porque éstas, siendo las más solventes, son a las que los banqueros tratan de persuadir para que lleven a cabo proyectos de inversión de largo plazo financiados con crédito. En segundo lugar, porque a ellas también les conviene aumentar su rentabilidad y valor de mercado invirtiendo en proyectos de largo plazo financiados con deuda (si la tasa de interés es menor que la tasa de ganancia).

En una primera etapa, aumentan el crédito, la inversión y las utilidades. Sin embargo, el crédito tiende a crecer de manera más acelerada que la generación de ingresos por dos motivos: a] usualmente existe un período de

⁹ H.P. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", en Ch. P. Kindleberger y J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, 1982

¹⁰ Cuando el crédito se solicita para cubrir no sólo las amortizaciones, sino también los pagos de intereses, Minsky lo denomina financiamiento Ponzi, en memoria de un banquero de Boston que a principios de los años veinte defraudó a sus clientes capitalizando intereses que se sabía incapaz de cubrir. H.P. Minsky, "The International Ponzi Scheme", *Boston Globe*, 5 de julio de 1984

maduración de las inversiones y b] algunas empresas (las especulativas y las Ponzi) requieren temporalmente refinanciamientos para cubrir el servicio de sus deudas.¹¹

Cuando el crédito aumenta con mayor rapidez que las utilidades, las tasas de interés empiezan a subir. El aumento de éstas eleva el precio de oferta de los bienes de capital (en el mercado real) y reduce el precio de los activos en el mercado financiero. En consecuencia, la inversión productiva se contrae, lo que provoca una caída de la demanda agregada y de las utilidades.

La baja en el valor de mercado de las empresas, por otra parte, reduce el colateral de los préstamos de los bancos y obliga a éstos a restringir el crédito para mantener sus márgenes de seguridad. La escasez de financiamiento de nuevo afecta negativamente a la inversión, el ingreso y las utilidades en un círculo vicioso que presiona a las empresas y a los bancos a obtener liquidez mediante la venta de activos. Esta situación precipita la deflación de las deudas.

La caída de los precios de los activos hace aún más difícil el cumplimiento de los compromisos de pago; las primeras moratorias exacerbaban la astringencia crediticia y aceleran la deflación de las deudas, extendiendo la insolvencia hasta llegar a la crisis.¹²

¹¹ H.P. Minsky, "Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 143, 1982

¹² H.P. Minsky, "The Financial Instability", op. cit

Innovaciones financieras y fragilidad bancaria

Minsky destaca la influencia de las innovaciones financieras en la acrecentada vulnerabilidad de los sistemas bancarios.¹³ En su opinión, esas innovaciones surgen cuando los banqueros desean expandir el crédito y el banco central se los impide. En estas circunstancias, los intermediarios financieros evolucionan y aparecen innovaciones que restan eficacia a los instrumentos de la política monetaria. Ejemplos típicos de estas transformaciones han sido los mercados interbancarios, que elevan el multiplicador del crédito y también el uso de reportos de valores gubernamentales, como fuente de liquidez más barata para los intermediarios financieros.

Como resultado de las innovaciones que se realizan en tiempos de auge, las tasas de interés no suben tanto como lo harían si no evolucionaran las instituciones financieras, pues la oferta de financiamiento se torna muy elástica. Sin embargo, la liquidez primaria de las empresas, las familias y los bancos se reduce, pues la relación entre la base monetaria y la deuda privada acumulada disminuye. Este fenómeno se manifiesta en un cambio de la estructura del balance bancario, en que las reservas líquidas en forma de deuda gubernamental tienden a disminuir su participación en el total y son remplazadas por títulos del sector privado con alta bursatilidad.

Esta sustitución de deuda pública por valores privados, advierte Minsky, hace a los bancos más vulnerables a un revés en la generación de utilidades de las empresas.

Antes, para allegarse liquidez los bancos recurrían a la venta de valores gubernamentales y la banca central se encargaba de evitar el colapso de sus precios regulando la tasa de interés. Ahora, la liquidez de los bancos depende más de la venta de activos privados (incluidos sus propios pasivos), cuyos precios pueden variar de manera repentina.

Además, el desarrollo de los intermediarios no bancarios ha contribuido a debilitar la estructura financiera de los bancos por dos motivos. Primero, porque los ha obligado a competir por depósitos y a ofrecer mayores tasas de interés, incluso por depósitos a la vista. Segundo, porque los ha comprometido en el otorgamiento de garantías de refinanciamiento en la colocación de deudas directas del sector privado.

Estos fenómenos han aumentado la dependencia de los bancos respecto a las condiciones del mercado financiero y por tanto su vulnerabilidad a aumentos en las tasas de interés.

¹³ H.P. Minsky, *Central Banking and Money Market Changes: a Reprise*, ponencia presentada en la American Economic Association, Dallas, diciembre de 1984

Política económica anticíclica

Aun cuando el ciclo se genera endógenamente por la manera en que se financia la inversión y se determinan los precios de los activos de capital, una combinación adecuada de políticas monetaria y fiscal puede ayudar a contenerlo. Minsky propone dos tipos de intervención tendientes a estabilizar los precios de los activos de capital. Por un lado, aumentos del gasto público deficitario para sostener las utilidades de las empresas cuando la inversión privada languidece. Por otro, una política monetaria flexible orientada a mantener estables las tasas de interés y la actuación oportuna y decidida del banco central como prestamista de última instancia que provea la liquidez necesaria para evitar ventas forzadas de activos.

Frente a quienes se oponen a la intervención en los mercados financieros, argumentando que ello atenta contra la asignación eficiente de los recursos, Minsky responde que una economía en crecimiento necesita tanto la eficiencia en la asignación como la estabilidad del sistema financiero, por lo que la evaluación de un régimen de regulación debe hacerse atendiendo a ambos objetivos.¹⁴

Minsky observa que en el período de la posguerra los procesos de deflación de títulos fueron contenidos gracias a la intervención de los gobiernos y la creación de un marco institucional adecuado. El gasto público deficitario mientras la inversión privada languidecía estabilizó las utilidades de las empresas en múltiples países; al mismo tiempo, el préstamo de última instancia del banco central y el establecimiento del seguro de depósitos contribuyeron a mantener estables las tasas de interés.

Como resultado de estas intervenciones, el comportamiento de largo plazo de las economías ha variado y se ha presentado una sucesión de ciclos inconclusos. Puesto que las tendencias naturales a la inestabilidad se han compensado mediante cambios institucionales y la voluntad política de los gobiernos, cada ciclo ha sido diferente.¹⁵

Pero, aunque la política económica ha evitado los pánicos financieros, la forma en que se ha instrumentado, en opinión de Minsky, ha generado el fenómeno de la estanflación.¹⁶ Por un lado, los gastos públicos deficitarios se han realizado sobre todo mediante transferencias al consumo (seguros de desempleo) y gastos de defensa que no incrementan la capacidad productiva de los países. Por otro lado, el préstamo de última instancia ha cambiado su naturaleza: se ha apartado de su función original como remedio contra la iliquidez para emplearse cada vez más como un seguro contra la insolvencia en beneficio de los bancos de mayor tamaño bajo la consigna de que no debe dejarse quebrada una institución financiera que tenga fuerte efecto de arrastre.

Para evitar el sesgo inflacionario de estas políticas, Fazzari y Minsky recomiendan las siguientes medidas complementarias: a) dirigir el gasto público deficitario a proyectos de inversión; b) limitar el tamaño máximo de los intermediarios financieros, y c) hacer más rígida la regulación bancaria actual y promover el uso de la ventanilla del redescuento, con preferencia a las operaciones de mercado abierto, a fin de vigilar más de cerca a las instituciones bancarias.¹⁷

No obstante, un poco más tarde, Minsky tuvo que admitir que su segunda propuesta era utópica, pues el tamaño confiere una importante ventaja competitiva en la actividad bancaria, cuya rentabilidad se ha visto deprimida por la competencia de los intermediarios no bancarios.¹⁸

¹⁴ H.P. Minsky, "Global Consequences of Financial Deregulation", Washington University, Department of Economics, Working Paper Series, núm. 96, septiembre de 1986

¹⁵ H.P. Minsky, "Longer Waves in *Financiamiento*", op. cit

¹⁶ H.P. Minsky, "Debt Deflation", op. cit

¹⁷ S. Fazzari y H.P. Minsky, "Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, *What?*", *Journal of Economic Issues*, vol. XVIII, núm. 1, marzo de 1984

¹⁸ H.P. Minsky, "Central Banking", op. cit

Como una política complementaria de la intervención contracíclica, Minsky también propuso favorecer la integración de grupos financieros, de modo que la banca comercial compartiera con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de los títulos.¹⁹

¹⁹ H.P. Minsky, "Financial *Innovations*", op. cit

Inestabilidad financiera internacional

Minsky extiende su teoría al plano de las relaciones financieras internacionales y advierte sobre los riesgos de una deflación mundial de títulos como resultado de la desregulación y el avance en la integración global de los mercados financieros.²⁰

El desarrollo de mercados financieros extraterritoriales desregulados (euromercados) ha determinado un gran volumen de deudas en dólares y otras divisas fuertes cuya contrapartida son eurodepósitos que rápidamente pueden cambiar en su moneda de denominación. Esto ocasiona gran volatilidad en las tasas de interés da lugar a políticas monetarias defensivas que afectan el servicio de las deudas acumuladas y dificultan los refinanciamientos.

Minsky investiga la estabilidad financiera que registró la economía internacional durante la vigencia del patrón oro, con Inglaterra como potencia monetaria mundial, y encuentra que la causa fue la sabiduría de la política británica de generar ingresos suficientes para validar la estructura de deudas internacionales.²¹

Inglaterra exportaba capital a largo plazo e incurría en déficit de comercio, al tiempo que compensaba esas salidas con ingresos de capital y endeudamiento externo de corto plazo. Los países que tenían deudas de largo plazo con Inglaterra podían cumplir con sus obligaciones gracias al superávit comercial que la potenciales permitía y esos mismos ingresos netos les servían para remunerar adecuadamente las inversiones directas inglesas. Dado que Londres era el mayor centro financiero internacional y recibía gran cantidad de depósitos a corto plazo del resto del mundo, este flujo de capital equilibraba la balanza de pagos sin que el país perdiera oro.

En el marco institucional actual, con un sistema monetario internacional desvinculado del oro y con mercados financieros extraterritoriales desregulados para las principales monedas de reserva, no existe un mecanismo equilibrador similar al que operó con el patrón oro. Mientras la estabilidad financiera internacional exige que las grandes potencias incurran en déficit comercial crónico y sean inversionistas netos en el exterior, aquéllas se empeñan en obtener superávit en su comercio con los países que están endeudados en sus monedas.

En las situaciones críticas que se han presentado en las últimas dos décadas, cuando la insolvencia de un país deudor o un conjunto de ellos ha amenazado la estabilidad financiera mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha impedido la catástrofe actuando en dos direcciones: a) gestionando el refinanciamiento de las deudas acumuladas, y b) reduciendo el crecimiento de los deudores y devaluando sus monedas para disminuir sus importaciones y posibilitar así el cumplimiento de los compromisos de pago en moneda extranjera.²²

Esta segunda parte de la estrategia, que Minsky denomina "la solución mexicana", aunque tradicionalmente se ha considerado conveniente para un país en lo individual, es perjudicial para la economía mundial, pues la contención de la demanda de importaciones de los países deudores necesariamente afecta las exportaciones y los ingresos de capital de los acreedores y, cuando los países fiscalmente independientes actúan con el mismo criterio, la reducción de sus importaciones impide a otras naciones generar los flujos de caja con los que validarían sus deudas. Un ejemplo claro de esta situación se dio durante la crisis de pagos del Tercer Mundo en los ochenta, cuando mediante el Plan Brady las deudas soberanas tuvieron que depreciarse a un nivel congruente con los flujos de caja de los países deudores.

²⁰ H.P. Minsky, "Global Consequences", op. cit; y "Longer waves in financial", op. cit

²¹ H.P. Minsky, "Monetary Policies and the International Financial Environment", Washington University, Department of Economics, Working Paper Series, núm. 56, San Luis Misuri, junio de 1983, y H.P. Minsky, "The Potential for Financial Crises", en T. Amir, R.G. Hawkins y R.M. Levich (eds.), *The Future of the International Monetary System*, Lexington Books, Lexington, Mass., 1984

²² *Ibid*

La desregulación y la integración global de los mercados financieros, en opinión de Minsky, necesitan un nuevo marco institucional capaz de prevenir una deflación internacional de títulos.

Es evidente, para Minsky, que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) no podría proporcionar ayuda a la banca transnacional si ésta se viera en riesgo de quiebra ante un cambio súbito en la denominación de sus depósitos (por ejemplo, al quedar con una alta exposición en dólares), pero también es obvio que la Fed tendría que intervenir para evitar la devaluación del dólar restringiendo el crédito interno y elevando las tasas de interés.

El aumento del rédito sería muy desestabilizador porque: a) deprimiría el valor de mercado de la cartera bancaria existente denominada en dólares, agravando la situación financiera de los intermediarios, y b) estimularía aún más el crecimiento del mercado de dinero y desalentaría el mercado de capitales, haciendo al sistema financiero internacional más inestable (por la volatilidad en los flujos de corto plazo).

Para que la actual estructura de deudas internacionales sea viable, es preciso que Estados Unidos no eleve demasiado su tasa de interés y que su déficit de comercio permita a los deudores disponer de los dólares necesarios para pagar los intereses. Para lograr una baja tasa de interés, el gobierno estadounidense deberá reducir su déficit fiscal y la generación directa de empleos; el déficit de comercio, por su parte, también implica sacrificar empleos. Minsky deduce de lo anterior que en el actual marco institucional es posible que el pleno empleo en Estados Unidos no pueda darse sin reducir el monto de la deuda internacional denominada en dólares o sin un acuerdo para hacer descender de manera coordinada las tasas de interés mundiales.

Minsky considera que algunas innovaciones en el mercado internacional de crédito han reducido el riesgo sistémico que se origina por ventas precipitadas de cartera; tal es el caso de la titularización de préstamos, que transfiere a los tenedores finales de los títulos el riesgo del crédito que correspondía al banco acreedor. Sin embargo, la titularización no elimina del todo la necesidad del prestamista de última instancia en el mercado internacional, pues los bancos permanecen obligados a mantener el valor del colateral y éste puede descender por efecto de un alza generalizada de las tasas de interés. Por otra parte, la titularización complica la delimitación de responsabilidades entre las autoridades monetarias, ya que suele entrañar la participación de instituciones financieras de diversos países.²³

Como un primer paso en la construcción del marco institucional adecuado a esta nueva etapa de desregulación e integración global de los mercados financieros, Minsky propone volver a un sistema de tipos de cambio fijos.²⁴ Este régimen tendría dos grandes ventajas: por un lado, garantizaría la creación de liquidez por los países que resultaran acreedores en el comercio mundial y, por otro, evitaría los cambios violentos en la moneda de denominación de los depósitos bancarios (por ejemplo, en respuesta a variaciones transitorias en las tasas de interés) que llevan a aumentos peligrosos en la exposición de los bancos en alguna divisa clave.

²³ H.P. Minsky, "Global Consequences", op. cit

²⁴ H.P. Minsky, "The Potential", op. cit

La teoría de Minsky en la política económica del siglo XX

La teoría de Minsky aporta una explicación a la estabilidad financiera internacional vivida desde el término de la segunda guerra mundial hasta principios de los años setenta y también a la inestabilidad que ha acompañado a la desregulación financiera mundial en los últimos tres decenios. Las crisis bancarias que han afectado lo mismo a Estados Unidos y Japón que a América Latina y el Sudeste Asiático, en el pasado reciente, han testimoniado la validez de sus críticas al uso indiscriminado de la política monetaria para abatir la inflación y su acierto al señalar que el libre juego de la oferta y la demanda, cuando se lleva a cabo en los mercados financieros, conduce a crisis de insolvencia.

En muchos ámbitos académicos, políticos y bancarios, sin embargo, Minsky sigue siendo considerado como un molesto disidente. El modelo neoliberal, promovido activamente por los organismos financieros multilaterales, predomina en la literatura económica y ha influido poderosamente en el diseño de las políticas monetaria y fiscal, en particular de los países en desarrollo, durante el último cuarto de siglo. En este modelo se inspira la desregulación de los sistemas bancarios, entendiéndose como tal la sustitución de los instrumentos de control directo del crédito por operaciones de mercado abierto; la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos, y la elección del control de la inflación como el objetivo prioritario de los bancos centrales, relegando a segundo término el crecimiento del ingreso y la estabilidad de los sistemas bancarios.

El modelo neoliberal aconseja reducir el papel del Estado en la economía y esto incluye la función del prestamista de última instancia, al igual que la generación de déficit fiscales con propósitos contracíclicos; es decir, la teoría dominante proscribía las dos armas con las cuales, de acuerdo con la teoría de Minsky, un gobierno puede evitar una crisis por deflación de deudas.

Los defensores de la desregulación de los sistemas bancarios en economías emergentes, por su parte, atribuyen la inestabilidad financiera contemporánea a deficiencias en la ejecución de la política económica neoliberal y a una falta de credibilidad de la autoridad monetaria. En consecuencia, su recomendación para evitar las crisis consiste en la renuncia al uso de las políticas monetaria y fiscal con fines contracíclicos y la subordinación a una autoridad monetaria extranjera.

El marco teórico de Minsky permite analizar el problema de la inestabilidad financiera de manera objetiva, atendiendo a los factores económicos que originan el colapso de los mercados y a las relaciones institucionales que determinan su inercia. De este modo, las diversas alternativas de política económica a que se enfrentan los países para estabilizar sus economías se pueden plantear al margen de consideraciones ideológicas, exclusivamente en función de sus efectos en la validación de las estructuras de deudas acumuladas.

Alcances y limitaciones de la teoría de la inestabilidad inherente

Al evaluar la aportación de Minsky al pensamiento económico conviene distinguir algunos componentes de su teoría que existían en la literatura antes de que él los incorporara en su argumentación.

Se ha mencionado la influencia que Minsky recibió de Keynes y que lo llevó a considerar la inversión productiva como parte de las decisiones de inversión de cartera. Asimismo, se señaló que su interpretación de la función inversión keynesiana, en términos de la igualdad entre los precios de oferta y demanda del capital, es muy similar a la desarrollada por Brainard y Tobin.

Minsky también muestra coincidencias importantes con Gurley y Shaw en dos puntos de su argumentación.²⁵ Primero, en su crítica de la teoría convencional, al suponer que el marco institucional del sistema financiero permanece inmutable ante cambios en la política monetaria. Segundo, al tomar en cuenta que la acumulación de deudas ejerce efectos depresivos en la propensión al gasto de los agentes económicos y tiende a incrementar la demanda de dinero.

Por último, la descripción de la crisis de deflación de deudas que hace Minsky es muy parecida a la que realizó Fisher.²⁶

La originalidad de Minsky consistió en modelar el tránsito de un sistema financiero robusto a uno frágil, como resultado de la evolución natural de las expectativas de los banqueros, las empresas y las familias, a lo largo del ciclo económico. En otras palabras, su principal aportación fue mostrar el carácter endógeno de las crisis en una economía monetaria, en que los precios de los activos de capital se dejan libres a las fuerzas del mercado en condiciones de incertidumbre. Vinculada a esta contribución está su concepción de la política económica que puede neutralizar las tendencias naturales hacia la inestabilidad.

La preocupación central de Minsky fue definir un marco institucional que permitiera prevenir las crisis, tanto en escala nacional como en la economía mundial. Su convicción de que esto era posible mediante el adecuado manejo de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, se fundamentó en la no neutralidad del dinero, concepto que sustentó con la teoría keynesiana de la volatilidad de las expectativas, sin apartarse de la ortodoxia en lo concerniente al predominio de la libre competencia en los mercados reales. Más aún, Minsky trató de probar la no neutralidad del dinero sin rechazar la teoría cuantitativa de los precios, indicando los efectos positivos que tendría un aumento inflacionario de la oferta monetaria para la validación de una estructura dada de deudas.²⁷ Esta concesión a la ortodoxia lo aparta de la tradición poskeynesiana, que asume la competencia imperfecta como el estado normal de una economía y explica la distribución del ingreso (por ejemplo, la participación de las utilidades en el producto) como función de la inversión deseada. Este marco teórico le habría permitido analizar con mayor profundidad la vinculación de una política monetaria contractiva con el fenómeno de la estanflación.

²⁵ J.G. Gurley y E.S. Shaw, "Financial Aspects of Development", *American Economic Review*, septiembre de 1955; "Financial Structure and Economic Development", *Economic Development and Cultural Change*, abril de 1967, y *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington, 197

²⁶ I. Fisher, "The Debt-deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, núm. 1, 1933

²⁷ H.P. Minsky, "Central Banking", op. cit