TRABAJO DE INVESTIGACION PARA OBTENER EL GRADO DE

MAESTRIA EN ECONOMIA

EL COLEGIO DE MEXICO

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS

Hyman Minsky y su hipótesis sobre la inestabilidad financiera.

HECTOR MANUEL LOPEZ LOPEZ

PROMOCION 1989-91

Marzo, 1992

ASESOR: Sergio Kurezyn F.

REVISOR: Alejandro Nadal Egea

AGRADECIMIENTOS

Cuando una etapa en la vida académica de una persona llega a su fin es difícil recordar a todas las personas que en una u otra forma la han apoyado a lo largo de tantos años de estudio.

Por supuesto, con quienes tengo una deuda mayor es con mis padres, Héctor y Ofelia, quienes a lo largo de muchos años han soportado las limitaciones y problemas que trae consigo el criar a una familia con 7 hijos. Siendo yo el primero, sobra decir que soy con el que más han batallado a lo largo de todos estos años; vaya pues para ellos mi más sincero agradecimiento y mi reconocimiento también por haber hecho una labor excelente con todos sus hijos.

Por supuesto, también agradezco profundamente a todos mis hermanos, Andrés, Claudia, Oscar, Víctor, Rocío y Adriana por haberme soportado y apoyado todo este tiempo. Les pido perdón por las vecez que tuvieron que quedarse sin ver televisión, sin escuchar el radio, o sin platicar con sus amigos y familiares con tal de dejarme estudiar tranquilamente.

Por otro lado, también agradezco a mis amigos Carlos, Esteban, Joaquín, Mario, Ramón, y Samuel, quienes nunca dudaron que a pesar de todos los problemas y limitaciones pudiera yo concluir la maestría. Por último, aunque no menos, agradezco a mi gran amigo José Luis, sin cuya inapreciable ayuda y constante apoyo jamás hubiera podido concluir éste trabajo ni aguantar los dos pesadísimos años que pasé en El Colegio de México.

Reciban entonces, todos y cada uno de ellos, mi más sincero agradecimiento.

INDICE

Introducción y Resumen	4
Capítulo 1. Economía Post-Keynesiana	6
Capítulo 2. La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera	16
Capítulo 3. Críticas a la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera	41
Capítulo 4. Conclusiones	45
Bibliografía	49

INTRODUCCION Y RESUMEN

El propósito de este estudio es analizar y desarrollar la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera desarrollada por Hyman Minsky durante los últimos 25 o 30 años. Aunque ésta hipótesis es desarrollada para una economía capitalista desarrollada (concretamente la economía de Estados Unidos), es importante conocerla puesto que contiene planteamientos e ideas muy interesantes que pueden ayudarnos a entender la forma en que funciona una economía capitalista que posee un conjunto de instituciones financieras desarrolladas. Su planteamiento general, al ubicarse dentro de lo que llamaremos Economía Post-Keynesiana, pretende ser una alternativa crítica a la teoría económica dominante, la teoría neoclásica.

En ningún momento se ha pretendido hacer un análisis exaustivo sobre la hipótesis de la inestabilidad financiera, y esto más que nada debido a las limitaciones de tiempo y recursos a las que nos enfrentamos. Sin embargo, se intentó en la medida de lo posible destacar los aspectos fundamentales sobre este planteamiento, a la vez que siempre tratamos de mantener una actitud critica y abierta a cualquier planteamiento o idea nueva sobre este tema.

El trabajo se divide en cuatro capítulos: en el primero se describe lo que llamaremos economía post-keynesiana para ofrecer una explicación general de las características distintivas de esta escuela y su importancia en este trabajo; en el segundo capítulo se describe con cierta profundidad el planteamiento de Minsky sobre la inestabilidad financiera; en el brevísimo capítulo tres se analizan y describen algunas de las críticas planteadas a la hipótesis

de la inestabilidad financiera; por último, en el capítulo 4 se ofrecen las conclusiones de este trabajo. Las referencias bibliográficas se encuentran al final del mismo, haciendo la aclaración de que se ofrece en primera instancia la fecha de la publicación original y, en su caso, la fecha de la obra que en realidad se utilizó.

CAPITULO 1

ECONOMIA POST-KEYNESIANA

El grado al cual la profesión económica está entregada emocional e intelectualmente a la ortodoxia macroeconómica prevaleciente es caracterizada por un flujo y reflujo histórico claramente discernible. Esto coincide con las así llamadas largas rachas de la historia económica en las que épocas de prosperidad generalizada y de rápido crecimiento se alternan con períodos de lento crecimiento e inestabilidad. Las épocas predominantemente prósperas convencen a los economistas que una economía capitalista funciona muy suavemente, dado que el gobierno maneje adecuadamente sus responsabilidades. La llegada de trastornos económicos importantes, por otro lado, siembran las semillas de la duda. La creencia de que existe una falla fundamental en la teoría ortodoxa se propaga y un número creciente de economistas se vuelven herejes. Se despierta el interés en nuevas teorías que ofrecen explicaciones más plausibles para, y resoluciones a, las crisis económicas.

En la década de los treintas John Maynard Keynes lanzó un reto al punto de vista generalmente aceptado de que el capitalismo de libre competencia proveía de un fundamento económico adecuado a la sociedad, luchando vigorosamente contra políticas inadecuadas basadas en tal visión del proceso económico. También estableció un amplio debate con respecto a las características macrodinámicas del capitalismo y sobre la forma apropiada de intervenciôm gubernamental en la economía. La inestabilidad económica de los setentas y los ochentas generó otra crisis en la teoría económica. La ortodoxia prevaleciente ha sido nuevamente atacada, su teoría considerada crecientemente como inadecuada, y sus políticas

consideradas como inadecuadas e impotentes.

Los Post-Keynesianos han estado entre los más influyentes de las escuelas anti-ortodoxas. Aunque divididos en muchas cuestiones de teoría y política, ellos están relativamente unificados en su creencia de que lo que ha pasado por ortodoxia keynesiana es de hecho, para usar la frase de Joan Robinson, un Keynesianismo "bastardo", que burdamente distorsiona el trabajo de Keynes. Inspirados en la batalla de Keynes contra el statu quo en los treintas, han estado agitando lo que consideran ser la segunda guerra por la independencia intelectual en la teoría y la política macroeconómica.

La etiqueta de Post- Keynesiano ha sido aplicada a un número importante de economistas, que frecuentemente tienen poco en común más allá de una deuda intelectual reconocida con Keynes (aunque para algunos Michal Kalecki, David Ricardo, Karl Marx o Piero Sraffa han sido más influyentes) y una insatisfacción intelectual con la teoría ortodoxa. Por conveniencia descriptiva se usará el término Post-Keynesiano de una manera poco usual, en referencia al conjunto más amplio de críticos influenciados por Keynes de la ortodoxia bastarda keynesiana o neoclásica. Dentro de este conjunto no se hará distinción entre dos grupos principales, el primero de los cuáles sería el de Neo-Keynesianos que hace referencia al conjunto de teóricos fuertemente inspirados por Cambridge tales como Joan Robinson, Nicholas Kaldor y Luigi Pasinetti, quienes han desarrollado el trabajo seminal de Keynes, Kalecki y Roy Harrod; el segundo grupo sería el de los Post-Keynesianos propiamente dicho, con el cual se identifica, en ocasiones, a economistas tales como Paul Davidson, Hyman

Minsky, Jan Kregel, A. Eichner, Malcolm Sawyer, G. L. S. Shackle, Sidney Weintraub y a la ubicua Joan Robinson, quienes enfatizan la importancia de la incertidumbre y las finanzas en su trabajo (véase A. Eichner and J. Kregel (1975), para una discusión más amplia).

Por otro lado, la definición precisa de cualquier escuela de pensamiento en economía presenta dificultades, pero el problema es probablemente mayor en el caso de la economía Post-Keynesiana que en la mayoría de las otras. Por lo tanto, podemos comenzar la definición diciendo qué no es economía Post-Keynesiana. La economía keynesiana ortodoxa (o neoclásica), con su enfoque en el análisis IS-LM, engendró ramales que han sido descritos como Post-Keynesianos y/o Neo-Keynesianos (como ya se comentó). Sin embargo, análisis basados en posiciones de equilibrio estáticas (tales como el enfoque IS-LM) en las cuáles el futuro es predecible son rechazados por los economistas Post-Keynesianos.

La economía Post-Keynesiana puede ser vista como cubriendo una considerable colección variada de enfoques. Se ha dicho algunas veces que la característica unificadora de los Post-Keynesianos es su aversión hacia la economía neoclásica. A diferencia de los economistas neoclásicos, con su énfasis en la optimización individual sujeta a restricciones y en los mercados competitivos, la economía Post-Keynesiana no tiene una manera central de análisis que siempre sea, usada de tal suerte que sea fácil clasificar un articulo o un libro ya sea como Post-Keynesiano o no.

No obstante esto, los temas principales de la economía Post-Keynesiana pueden ser identificados.

Un eminente economista Post-Keynesiano ha resumido:

"...las características de los modelos históricos y humanísticos empleados por los Post-Keynesianos...en las tres proposiciones siguientes: (1)la economía es un proceso histírico; (2)en un mundo donde la incertidumbre es inevitable, las expectativas tienen un efecto inevitable y significativo sobre los resultados económicos; y, (3)las instituciones políticas y económicas juegan un papel significativo en la formación de los eventos económicos."(Davidson, 1981).

Otros dos eminentes Post-Keynesianos han enumerado:

"... las cuatro características discernibles (del enfoque Post-Keynesiano) enfatizadas son: (1)crecimiento y distribución; (2)efectos redistributivos; (3)las restricciones keynesianas; y (4)la base microeconómica." (Eichner and Kregel, 1975).

Entre las características de la economía Post-Keynesiana hay varias que la diferencían del enfoque neoclásico. Éstas pueden ser resumidas como "equilibrio, tiempo e incertidumbre". La inclusión del tiempo refleja la idea de que una economía se está moviendo a través del tiempo con el pasado inalterabla y el futuro inherentemente desconocido. Éste carácter del futuro significa que existe una incertidumbre esencial acerca del futuro que amenaza la toma de decisiones. El punto de partida frecuentemente citado para este punto

de vista es Keynes (1937), donde argumentó que existían muchos eventos futuros posibles para los cuáles "no existe una base científica sobre la cual formar cualquier probabilidad en lo absoluto. Simplemente no sabemos." Ésta incertidumbre fundamental acerca del futuro tiene entonces un impacto considerable sobre la manera en que la gente toma decisiones y los factores que influencían dichas decisiones.

El pasar del tiempo también significa que la economía cambia (la estructura de la economía). Ésta estructura incluye los arreglos institucionales y también el conocimiento y las percepciones que los individuos han elaborado. Instituciones y percepciones son vistas como influencias significativas sobre las decisiones que son tomadas y en consecuencia sobre la evolución de la economía.

La naturaleza del dinero ha despertado mucho interés dentro del enfoque Post-Keynesiano. Éste interés refleja en parte el hecho de que la manera en que el dinero es enfocado por los Post-Keynesianos simboliza varios de los temas Post-Keynesianos. Primero, la existencia del dinero está ligada con la incertidumbre en el sentido de que una economía en la cual hubiera certidumbre completa acerca del futuro no requeriría, se argumenta, dinero. En consecuencia, mientras que el dinero ayuda en la operación de una economía monetaria en comparación con una economía de trueque, la razón básica para la existencia del dinero es la existencia de incertidumbre. Segundo, la naturaleza del dinero a finales del siglo XX en la economías capitalistas desarrolladas (dinero crediticio) es esencialmente diferente de la naturaleza del dinero en períodos anteriores y en otros tipos de economías. Éste tipo de

dinero es visto por los Post-Keynesianos y por otros, como creado en gran parte por el sistema bancario en respuesta a la demanda de crédito. En este sentido, se puede decir que el dinero está determinado por la demanda y está orientado por el crédito. En consecuencia, los arreglos institucionales particulares (en lo que respecta al dinero en éste caso) son vistos como relevantes para el funcionamiento de la economía.

Con respecto a la fijación de precios, no hay un enfoque particular de los Post-Keynesianos sobre éste tema, y han recurrido frecuentemente a teoráis de fijación de precios que han sido desarrolladas en todas partes. Las teorías a las que se ha recurrido pueden ser vistas a partir de sus diferencias en tres importantes dimensiones. La primera conscierne a los supuestos estructurales que son hechos. Éstos supuestos se relacionan con el tipo de mercado en el cual la firma opera (e. g. competencia monopolística, competencia oligopolística pero no competencia perfecta) y con qué grupo tiene el control efectivo de la firma (los propietarios o los administradores). La segunda cuestión gira alrededor de los objetivos de la firma (o más precisamente de los de sus controladores). Algunos verían a la firma como una organización maximizadora de beneficios escencialmente, aunque pueden existir dificultades considerables para que la firma alcance sus objetivos. Otros llamarían la atención sobre el reemplazo del control y la participación directa de los propietarios por el control por parte de los administradores, con firmas grandes persiguiendo objetivos gerenciales. Incluso otros adoptarían un enfoque conductista en el que la firma no tiene un objetivo preciso. La tercera cuestión es el problema de la precisión de la información que está disponible para la firma. Por un lado, se puede aceptar que la firma posee información incompleta pero sin embargo modela su comportamiento como si tuviera información completa. La justificación para tal punto de vista sería que tales modelos proveen algunas pistas sobre la operación de las firmas

que surgen de la persecución de objetivos particulares, tales como la obtención de beneficios. Por otro lado, existe el punto de vista de que la información incompleta llevaría a las firmas a comportarse de maneras esencialmente diferentes en comparación con los casos en los que se tiene información completa.

El vínculo entre la fijación de precios y la inversión es una cuestión importante, y es un área adicional de controversia dentro de la economía Post-Keynesiana. Algunos han argumentado (e. g. Eichner) que las firmas grandes están preocupadas en la inversión en nuevo equipo para mantener su posición el el mercado, y el precio es fijado de tal maner que los beneficios resultantes contribuirán de manera óptima al financiamiento de los programas de inversión. En su más simple escenario, cuando las firmas financían la inversión a partir de los beneficios retenidos, el precio es fijado para que genere el financiamiento requerido para la inversión. La causalidad involucraba aspectos desde el programa de inversión, pasando por los beneficios necesarios requeridos, hasta la fijación de precios. Otros argumentan (e. g. Kalecki) que las firmas obtienen tantos beneficios como pueden, y entonces determinan su programa de inversión a la luz de los beneficios (actuales y esperados). En consecuencia, para la firma individual, la causalidad corre desde el precio, pasando por la rentabilidad, hasta los gastos de inversión planeados. Pero, a nivel agregado, la posición general de los Post-Keynesianos (siguiendo a Kalecki y a Kaldor) es que los gastos de inversión determinan la rentabilidad, en consecuencia creando un efecto de círculo virtuoso en donde la inversión y la rentabilidad se refuerzan mutuamente.

Es una característica común de los enfoques Post-Keynesianos a la fijación de precios que los precios son vistos como relacionados íntimamente a los costos, al menos en lo

conscerniente a los sectores secundario y terciario de la economía. Aún más, los factores de la demanda son vistos usualmente como que tienen un impacto relativamente limitado sobre la fijación de precios, al menos en el corto plazo[1].

Otra característica importante del enfoque Post-Keynesiano es su rechazo del punto de vista convencional de que el mercado de trabajo determina el salario [2]. La posición Post-Keynesiana ha sido generalmente que las condiciones el el mercado laboral influencían el nivel de los salarios monetarios, pero las firmas a través de sus decisiones en la fijación de precios determinan colectivamente los salarios reales. Algunos autores Post-Keynesianos, pero no todos, han visto al nivel de los precios y a la cantidad de dinero como si se basaran en el nivel de los salarios. Otro aspecto de la posición Post-Keynesiana es que los arreglos institucionales en el mercado laboral (e. g. la organización sindical) tendrán un impacto sobre el comportamiento de los salarios monetarios. Una introducción al punto de vista de los Post-Keynesianos sobre el mercado de trabajo es ofrecida por Appelbaum (1979). Comom señala: "el análisis Post-Keynesiano del desempleo recurre frecuentemente al análisis de mercados laborales segmentados hechos por economistas radicales..., al análisis de mercados laborales internos..., y al modelo de competencia de empleos (job competition model)".

---

[1] *En el largo plazo, el crecimiento de la demanda influenciaría a la inversión y en consecuencia, aquéllos modelos que vinculan la fijación de precios con el financiamiento a la inversión, habría un vínculo entre el crecimiento de la demanda y los precios.*

[2] *En un modelo de equilibrio general no es posible identificar en qué mercado es fijado un precio en particular. Sin embargo, en las discusiones de la curva de Phillips, se supone (al menos implícitamente) que el salario real es fijado en el mercado de trabajo. Aún más, puntos de vista tales como que el desempleo es causado porque los salarios reales son muy altos usualmente identifican a características del mercado laboral tales como sindicatos, legislación sobre salarios mínimos y otras como lo que determina los salarios reales.*

Sin embargo, aunque éstos análisis han sido adoptados por los Post-Keynesianos, sería más apropiado incluirlos con otras contribuciones de la economía radical y de la economía marxista.

Con respecto a la distribución del ingreso, éste punto es visto como importante por derecho propio y también a causa de la influencia que la participación de los beneficios tiene sobre la inversión y de hecho sobre todo el funcionamiento de la economía. Existen dos temas básicos en la economía Post-Keynesiana sobre la distribución del ingreso, y ambos se encuentran en la obra de Kalecki. El primero es la noción de que las decisiones de fijación de precios de las firmas al fijar inicialmente el precio en base a los costos y a un margen de beneficios determinan la distribución del ingreso entre los beneficios, los sueldos y los salarios. El segundo es la relación entre los beneficios y la inversión. En el caso simple de una economía privada y cerrada en donde los trabajadores no ahorran, los ahorros que se obtienen a partir de los beneficios son iguales a la inversión, lo que se explica al decir que los gastos de inversión determinan los beneficios. La teoría de la distribución del ingreso que resulta de aquí es generalmente asociada con Kaldor (1955).

Éste vínculo entre la inversión y la distribución del ingreso también conduce a un vínculo entre el crecimiento y la distribución. El crecimiento de una economía requerirá el crecimiento del equipo de capital, el cual dependerá de la inversión neta. El crecimiento, si bien a un ritmo desigual, ha sido una característica dominante del capitalismo. De hecho, desde el punto de vista Post-Keynesiano, un capitalismo sin crecimiento sería un capitalismo sin beneficios, lo cual es un escenario bastante improbable.

El enfoque Post-Keynesiano de la inflación combina algunas características mencionadas anteriormente. El dinero es visto como dinero crediticio creado por el sistema bancario privado de una manera que permita a la inflación actuar. Los precios se incrementan en gran medida alineados con los costos, como es sugerido por muchos de los teóricos que hablan sobre la determinación de precios. Se da un énfasis importante en el conflicto sobre las participaciones en el ingreso como un mecanismo fundamental en la generación de la inflación.

No es posible trazar una línea divisoria alrededor de la economía Post-Keynesiana, y existen muchos lugares en los cuáles el análisis Post-Keynesiano se toca (y coincide en parte) con el análisis marxista, el sraffiano (o neorricardiano), el institucional y el de la escuela austríaca[3]. De hecho, algunos de los autores considerados como Post-Keynesianos no estarían de acuerdo en que se les pusiera tal etiqueta. El propósito de éste capítulo ha sido el llamar la atención sobre aquellas áreas en las cuales las contribuciones Post-Keynesianas han sido particualrmente notables y al mismo tiempo ofrecer una visión general de la escuela de economía en la cual se ubica el trabajo de Hyman Minsky (en particular su análisis sobre la inestabilidad financiera).

---

[3] *Hamouda and Harcourt (1987) adoptan un punto de vista sobre la economía Post-Keynesiana más amplio. Su artículo discute la relación entre varias corrientes del pensamiento económico dentro de la economía Post-Keynesiana.*

CAPITULO 2

LA HIPOTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Una vez descrito el marco general en el que se ubica a Hyman Minsky, en éste capítulo describiremos brevemente la hipótesis de la inestabilidad financiera[4].

I

Dentro de la teoría de Minsky sobre la inestabilidad financiera, el comportamiento reciente de las economías capitalistas no es una anomalía: simplemente éstas economías se han estado comportando justo como se supone que unas economías capitalistas avanzadas con instituciones financieras sofisticadas se deben comportar, una vez que las intervenciones económicas gubernamentales impiden que las frágiles relaciones financieras conduzcan a la economía a procesos de deflación de deuda y a depresiones profundas. Debido a que la hipótesis de la inestabilidad financiera conduce a un punto de vista diferente sobre el funcionamiento normal de las economías capitalistas, también tiene implicaciones para la política económica que difieren de aquéllas propuestas por la teoría económica convencional.

Para Minsky, nos encontramos en medio de tres tipos de crisis en la economía íntimamente relacionadas: crisis en el desempeño de la economía, crisis en la política económica y crisis en la teoría económica. La crisis en el desempeño de la economía implica

---

[4] *Minsky ha desarrollado su hipótesis sobre la inestabilidad financiera en diferentes trabajos: "Las razones de Keynes" (1975 en inglés y 1987 en español); "The financial instability hypothesis: capitalist processes and behavior of the economy" (1982a), en Kindleberger and Laffargue (1982); "Inflation, recession and economic policy" (1982b), especialmente "Introduction: can 'It' happend again?: a reprise" y "Can 'It' happend again"; "Stabilizing an Unstable Economy" (1986).*

que la inflación, las perturbaciones financieras, las tasas de desempleo crónicamente altas, y la inestabilidad de los tipos de cambio son atributos no deseados de una economía capitalista avanzada e incluso de economías capitalistas subdesarrolladas.

La crisis en la política económica consiste en que tanto la política fiscal como la política monetaria parecen ser inefectivas, no sólo por el intercambio (trade-off) entre la inflación y el desempleo que está representado en la curva de Phillips, sino más significativamente a causa de una fuerte tendencia a que las expansiones se conviertan en expansiones con inflación que, a su vez, conducen a una incipiente crisis financiera. Con una estructura como la que se tiene actualmente en las economías capitalistas avanzadas y un tipo de reacciones de política económica como las actuales también, una crisis financiera incipiente conduce a una recesión inflacionaria: lo que conocemos desde los setentas como estanflación (estancamiento con inflación).

Por su parte, la crisis en la teoría económica tiene dos facetas: la primera es que se han encontrado defectos lógicos importantes enla teoría económica convencional; la otra es que la teoría convencional no tiene una explicación para las crisis financieras. El defecto lógico en la teoría económica es que ésta es incapaz de asimilar los activos de capital y el dinero en la forma en que lo hace la teoría de la inestabilidad financiera, la cual considera que el dinero es creado por los bancos enla medida en que los mismos bancos financían tanto la producción de activos de capital como en posesión de los mismos. La proposición fundamental de la teoría neoclásica, que implica que un equilibrio de pleno empleo con mercados múltiples existe y que éste equilibrio será perseguido o buscado por las fuerzas del mercado, no ha sido probada para

una economía con activos de capital y prácticas e instituciones financieras capitalistas. Adicionalmente, el financiamiento de la inversión y de la tenencia de activos de capital dentro de un ambiente bancario moderno hace que la oferta monetaria efectiva sea endógena; una oferta monetaria endógena implica que exista una desviación en el sistema, que amplifica la complementariedad entre los mercados. Más que ésto, demasiada complementariedad significa que no existe ningún equilibrio para sistemas interdependientes con múltiples mercados. De vez en cuando, especialmente durante las expansiones y contracciones económicas importantes, la complementariedad debida a las interacciones financieras se convierte en una característica dominante, aunque transitoria, de la economía. La teoría monetaria no puede suponer que los cambios monetarios ocurren en una economía que siempre tiene fuertes tendencias hacia el equilibrio. La misma definición de equilibrio que es relevante para una economía capitalista con dinero difiere de la definición usada en la teoría walrasiana [5].

La segunda falla de la teoría convencional es que no ofrece una explicación para la inestabilidad financiera. La hipótesis de la inestabilidad financiera es una alternativa para la síntesis neoclásica. Está diseñada para explicar la inestabilidad como el resultado del funcionamiento normal de una economía capitalista. Lo que cotidianamente observamos son crisis y debacles periódicas. Ésta teoría está construída de manera que la inestabilidad financiera es un resultado generado internamente del el funcionamiento normal de una economía capitalista.

---

[5] *Véase K. Arrow y F. H. Hahn, (1971), "General Competitive Analysis", especialmente el capítulo 14, "The Keynesian Model", pp. 347-349. Al desarrollar su discusión hacen notar que "...supusimos que en el momento en que se probaba que el equilibrio existía, los agentes económicos no tenían compromisos adquiridos en el pasado...", esto es, no existen deudas ni activos de capital similares a los activos de capital que conocemos.*

La hipótesis de la inestabilidad financiera es bastante rica. No sólo ofrece una explicación seria de los ciclos económicos sino que también ofrece una explicación de la estanflación que va más allá de un comportamiento inadecuado de la oferta monetaria, de la postura fiscal del gobierno o de los sindicatos. Integra la formación de los precios relativos con la composición de la demanda agregada. En la hipótesis de la inestabilidad financiera el papel fundamental que juegan los beneficios en el funcionamiento de una economía capitalista es aclarado. Los beneficios son esa parte de los precios que sostiene al sistema financiero y a la estructura de relaciones financieras al proveerlos de flujos de efectivo que validan los compromisos financieros pasados. Los beneficios también son las señales para la inversión y para los compromisos financieros corrientes. Adicionalmente, a causa de la manera diferente en que generan beneficios, el peso de los mercados competitivos y monopólicos en la economía afecta a las reacciones del sistema ante medidas de política fiscal y monetaria. Pero más importante que ésto es el teorema que emerge de la hipótesis de la inestabilidad financiera: una economía capitalista con instituciones financieras sofisticadas es capaz de comportarse de diferentes maneras, y la manera en la cual de hecho se comporta en cualquier momento depende de las relaciones institucionales, de la estructura de enlaces financieros, y de la historia de la economía.

La hipótesis de la inestabilidad financiera tiene implicaciones de política económica que van más allá de las simples reglas de política fiscal y monetaria que se derivan de la síntesis neoclásica. En particular la hipótesis conduce a la conclusión de que el mantenimiento de una estructura financiera robusta es una condición necesaria para aplicar políticas de pleno empleo y antiinflacionarias efectivas sin la necesidad de arriesgarse a caer en una profunda depresión. Esto implica que son necesarias una serie de políticas para controlar y guiar la evolución del

sistema financiero.

II

La hipótesis de la inestabilidad financiera es una variante de la economía Post-Keynesiana. La interpretación de Keynes surgida de las formalizaciones de Hicks, Hansen, Modigliani y Patinkin a partir de la "Teoría General..." siempre han sido de una legitimidad cuestionable[6]. La interpretación de Keynes que se desarrolla bajo la etiqueta de economía Post-Keynesiana enfatiza la importancia del tiempo y la incertidumbre, especialmente en la medida en que se relacionan con la fijación de precios de los activos de capital, de la inversión, y de la estructura de obligaciones de las familias, las empresas, y las instituciones financieras, para la comprensión de Keynes. Un punto focal de la teoría Post-Keynesiana emergente es la proposición de que las funciones de preferencia por la liquidez de la síntesis neoclásica son tanto una pobre representación del pensamiento de Keynes como una manera inadecuada para examinar la manera en que el dinero y las finanzas afectan el comportamiento de una economía capitalista[7].

En la interpretación de Keynes usada en la síntesis neoclasica, la función de preferencia

---

[6] *Las referencias son: Hicks, J. R., (1937), "Mr. Keynes and the Classics: a Suggested Interpretation", Econometrica, 5, pp. 147-159; Hansen, A., (1949), "Monetary Theory and Fiscal Policy"; Modigliani, F. (1944), "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", Econometrica, XII; Patinkin, D. (1956), "Money, Interest and Prices".*

[7] *Algunos de los trabajos más importantes de los Post-Keynesianos son: Robinson, J. (1971) "Economic Heresies"; Davidson, P.(1972), "Money and the Real World"; Kregel, J.A. (1973), "The Reconstruction of Political Economy".*

por la liquidez es interpretada como una función de demanda de dinero. En la refutación a Viner que hace Keynes, éste niega la validez de tal interpretación [8], Keynes argumentó que con un conjunto dado de expectativas a largo plazo (y con unas convenciones y arreglos institucionales dados en las finanzas) la oferta y la demanda de dinero afectan el nivel de precios de los activos de capital. En particular Keynes argumentó en contra de cualquier punto de vista que implicara que el efecto de la cantidad de dinero descansaba principalmente en el nivel de precios del producto o incluso el valor monetario del mismo. Keynes arguyó que la oferta y la demanda de dinero determinan el nivel de precios de los activos de capital. Ésta objeción hecha por Keynes ha sido ignorada y los constructores de modelos neoclásicos continúan interpretando la preferencia de la liquidez como una ecuación de demanda de dinero. El restablecimiento de la teoría cuantitativa hecha por Milton Friedman descansa sobre una función de demanda de dinero estable que permite que la oferta de dinero sea el determinante fundamental del valor monetario del producto total[9]. No falta sino unpequeño paso para que el contructo de Friedman adopte el punto de vista Pre-Keynesiano de que la oferta y la demanda de trabajo determinan el producto y la cantidad de dinero determinan el nivel de precios.

La creencia dominante en la teoría económica actual, que sostiene que el esquema teórico walrasiano de un sistema de ecuaciones interdependientes en la cual los precios relativos son el único argumento es válido, y que la proposición principal de ésta teoría que es la economía seguirá una senda de crecimiento con pleno empleo, es válida, ha llevado a la

---

[8] ***Keynes, J.M. (1937), "La Teoría General: ideas y conceptos fundamentales", Investigación Económica, Julio - Septiembre 1987, Num. 181, 131-144.***

[9] ***Friedman, M., (1956) "The Quantity Theory of Money - A Restatement", en M. Friedman "Studies in the Quntity Theory of Money", Univesity of Chicago Press, Chicago.***

teoría económica a retroceder hasta la década de los veintes y los treitas. A la luz del estado actual de la tería del capital es conocido que la proposición de que una economía inversora con dinero y activos de capital genera un equilibrio con crecimiento descansa sobre el supuesto a priori de que los precios de los bienes de inversión y de los activos de capital son siempre iguales[10]. Éste supuesto de igualdad equivale a asumir que la economía está ahora y siempre estará en equilibrio. Asumir el resultado que una teoría está diseñada a probar no es admisible.

El punto de vista que Keynes planteó en su refutación a Viner es que el dinero, junto con las preferencias en la estructura de obligaciones, la mezcla de los activos de capital disponibles y la oferta de activos financieros, generan el precio de los activos financieros. En el punto de vista de Keynes, cada activo financiero y de capital es una combinación de efectivo disponible y de ingreso futuro. Aún más, cada obligación es una demanda fechada o un compromiso contingente para pagar efectivo. Como resultado de la naturaleza de las deudas y los contratos, siempre habrá un rendimiento subjetivo al poseer efectivo disponible. La cantidad de dinero determina la cantidad de efectivo disponible que será retenida y en consecuencia determinará los rendimientos subjetivos de la posesión de dinero. El precio monetario de aquéllos activos que pueden ser intercambiados o exigidos por efectivo disponible sólo a un costo y con grados variantes de certidumbre pero que rinden corrientes de ingreso en efectivo tendrán precios que se ajustan al conjunto convencional por el rendimiento subjetivo del dinero. En contraste con la forma en la cual el sistema de precios para los activos de capital es fijado, el sistema de precios del producto corriente (producto

---

[10] *Éste es el resultado de la controversia sobre el capital entre los dos Cambridge.*

tanto de consumo como de inversión) es fijado por las expectativas de beneficio a corto plazo de las firmas, las condiciones de demanda y el costo de producción del producto.

En el agregado, y en una economía cerrada, los costos de usar activos de capital para producir el producto corriente son principalmente costos laborales.

Una economía capitalista, en consecuencia, está caracterizada por dos conjuntos de precios relativos, uno siendo el producto corriente y el otro los activos de capital. Los precios de los activos de capital dependen de la visión actual de los flujos de beneficios futuros (cuasi-rentas) y de el valor subjetivo actual fijado sobre el seguro contra la incertidumbre incluído en el dinero o en el efectivo disponible: éstos puntos de vista corrientes dependen de las expectativas que se tienen acerca del desarrollo a largo plazo de la economía. El precio del producto corriente está basado en el punto de vista de las condiciones de demanda inmediatas y en el conocimiento de la tasa de salarios monetarios. En consecuencia el precio del producto corriente (y el empleo ofrecido al fabricar el producto) dependen de las expectativas que se tienen sobre el plazo más corto. Los precios de los activos de capital y del producto corriente están basados en las expectativas que se tienen sobre horizontes de tiempo bastante diferentes: el precio de los activos de capital refleja las expectativas a largo plazo y el precio del producto corriente refleja las expectativas a corto plazo.

El alineamiento de éstos dos conjuntos de precios, que estan basados sobre horizontes de tiempo bastante diferentes y variables aproximadas, junto con las condiciones de

financiamiento, determinan la inversión. Adicionalmente, la demanda de inversión corriente, junto con otros factores, tales como el consumo que se hace a partir del ingreso por los beneficios, los ahorros a partir del ingreso por salarios, y la balanza comercial determinan la demanda efectiva agregada. La demanda efectiva agregada de consumo, inversión, gobierno y exportaciones determinan el empleo.

La hipótesis de la inestabilidad financiera comienza con los determinantes de cada período de la demanda efectiva. Toma en cuenta el legado o residuo financiero del pasado que financía la actividad y cómo éste legado tanto impone requerimientos sobre el funcionamiento corriente de la economía como condiciona el comportamiento futuro de la economía. La hipótesis de la inestabilidad financiera nos forza a mirar más allá de las simples relaciones de la contabilidad nacional hacia los flujos de fondos en una economía capitalista donde los compromisoso de pago en efectivo existen porque éstos son un legado de pasadas decisiones de financiamiento.

La hipótesis de la inestabilidad financiera que se encuentra enraizada en Keynes difiere de lo que se encuentra explícito en Keynes y otros economistas Post-Keynesianos en el sentido de que los usos y las instituciones financieras están integrados en el análisis. Más que ésto, a causa de que el énfasis sobre las finanzas y la forma en la cual los cambios en los precios relativos del producto corriente y de los activos financieros son efectuados, la hipótesis de la inestabilidad financiera es más claramente una teoría del comportamiento cíclico de una economía capitalista que la teoría económica de los Keynesianos bastardos. Esto es, la hipótesis de la inestabilidad financiera conduce a una teoría de la inversión del ciclo económico y a una teoría financiera de la inversión.

III

La hipótesis de la inestabilidad financiera está enraizada en el análisis de los dos conjuntos de precios que existen en el capitalismo, aquéllos del producto corriente, que reflejan consideraciones corrientes o de corto plazo, y los de los activos de capital que reflejan expectativas de largo plazo[11]. En consecuencia es una variante de la teoría keynesiana.

Sin embargo, la hipótesis de la inestabilidad financiera va más allá de lo que está explícito en la "Teoría General..." al integrar la estructura de obligaciones y los compromisos de pago de efectivo que implican dentro del análisis de la determinación del precio de los activos de capital y de la financiación de la inversión. El punto de vista de la economía que es adoptado es el de "Wall Street" o el de la "City". La actividad económica es vista como si generara flujo de efectivo a las empresas. Una parte de éstos flujos de efectivo es aplicada a validar la deuda. Los flujos de efectivo anticipados de las operaciones de las empresas determinan la demanda y la oferta de "deudas" a ser usadas para financiar posiciones en activos de capital y para financiar la producción de nuevos activos de capital (producción de inversión). El dinero es creado principalmente en la medida en que los bancos financían a las empresas y adquieren otros activos, y el dinero es destruído en la medida en que los bancos reciben sus pagos o cuando venden activos.

---

[11] *Minsky, H. , (1975), "Las razones de Keynes".*

Éste punto de vista de "Wall Street" o de la "City" se enfoca sobre el intercambio de dinero hoy por dinero mañana como la transacción económica clave. La parte del dinero hoy puede abarcar un instrumento financiero, un activo de capital existente, o producción de inversión. La parte del dinero mañana puede ser interés, dividendos,pago del principal o los beneficios brutos que se obtienen del uso de los activos de capital en la producción. El adquirir activos de capital en general e inversión en particular son transacciónes de dinero hoy-dinero mañana. Las posiciones financiadas con deuda en activos de capital y en inversión implican dos conjuntos de transacciones de dinero hoy-dinero mañana: un conjunto consiste de las promesas de pago sobre el instrumento de deuda, y el otro consiste de los rendimientos que serán ganados en la medida en que el activo de capital o el bien de inversión terminado es usado en la producción.

Una economía con un Wall Street no puede ser estática. Las deudas de ayer y las adquisiciones de activos de capital tienen que ser validadas por los flujos de efectivo de hoy; los flujos de efectivo de hoy están en gran medida determinados por la inversión de hoy;la inversión de hoy será o no será validada dependiendo de los flujos de efectivo que sean generados mañana. En consecuencia, la teoría económica que sea relevante para una economía con un Wall Street no puede ser estática, no se puede abstraer del tiempo.

Los flujos de efectivo que validan deuda y los precios que fueron pagados, en el pasado, por activos de capital, son beneficios. Éstos beneficios son la participación del capital en el producto nacional bruto, no los beneficios netos de los reportes financieros. La pregunta crítica para una economía con un Wall Street es ¿qué determina los beneficios?.

La respuesta que la teoría neoclásica ofrece es que la productividad marginal del capital genera los beneficios. Ésto obviamente no sucederá en un mundo donde el producto fluctúa y existe el poder del mercado. Una vez que el carácter dinámico y cíclico de la economía es aceptado, el artificio de la función de producción no funcionará como la base para el análisis teórico de la producción o de las remuneraciones a los factores.

El conjunto existente de curvas de costo a corto plazo, que reflejan las capacidades técnicas incluídas en los activos de capital, es el punto de partida apropiado para el análisis de los flujos de beneficios. Cuando las curvas de costos son combinadas con las condiciones del mercado, las variaciones en las curvas de demanda (que reflejan variaciones en la demanda agregada) se traducen en variaciones en los beneficios brutos. Si los beneficios brutos son lo suficientemente grandes, la estructura de deuda y las decisiones de inversión pasadas son validadas.

Si, como Kalecki[12], se supone que los trabajadores gastan lo que ganan y los receptores de beneficios no consumen, obtenemos

1. B = I (Beneficios igual a inversión)

---

[12] *Kalecki, M., (1971), "Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista", capítulo 7, "Los determinantes de las ganancias". La hipótesis de la inestabilidad financiera a los beneficios, determinados como muestra Kalecki, como un flujo de efectivo que valida o no los compromisos financieros pasados: integra la visión de Kalecki sobre la detrminación dinámica de los benficios con el hecho institucional capitalista de una estructura de obligaciones heredada del pasado que compromete los beneficios corrientes y futuros.*

Ésto no es más que una reformulación de que S = I (ahorro igual a inversión). Sin embargo, I es una Función de (Pk, PI(I), Eb, F.E.), donde Pk = precio de los activos de capital, PI(I) = precio de oferta de los bienes de inversión como funciones del precio de inversión, Eb = beneficios esperados y F.E. = condiciones de financiamiento externas. Así

1.' I B La causalidad va de la inversión a los beneficios.

La inversión determina el ritmo y las finanzas afectan la inversión. Se puede mostrar fácilmente que

2. $B^{\bullet} = I + DG,$

donde DG es el déficit gubernamental y $B^{\bullet}$ son beneficios después de impuestos.

Adicionalmente,

3. $B^{\bullet} = I + DG\text{-}DBP,$

donde DBP es el déficit en la balanza de pagos. El modelo de Kalecki también permite añadir el consumo que se financía a partir de los beneficios $C^{\bullet}_{B}$ y el consumo de los trabajadores SW, lo cual nos lleva a:

4. $B^{\bullet} = I + DG\text{-}BDP\text{-}SW + C^{\bullet}_{B}$ de manera que

5. $B^* = (1/1-C)(I + DG-BDP-SW)$.

Es decir, los beneficios en vez de estar determinados por las condiciones tecnológicas, como en la síntesis neoclásica donde las funciones de producción mandan, están determinados por las relaciones económicas, políticas, sociales y psicológicas que determinan a I, DP, DBP, W, SW y C^*_B.

Éste punto de vista sobre los beneficios como que son el resultado de la forma en que la economía funciona determina claramente a los beneficios como flujos de efectivo. El considerar a los beneficios como flujos de efectivo conduce de manera natural a un análisis de los diferentes papeles jugados por los beneficios en una economía capitalista. Los beneficios realizados en una economía capitalista son: 1) los flujos de efectivo que pueden o no validar las deudas y los precios pagados por los activos de capital; 2) el margen de beneficios sobre los costos laborales que asegura que lo que es producido por parte de la fuerza de trabajo es asignado a toda la fuerza de trabajo. (ésta asignación de lo que se produce por una parte del todo es un ardid para generar plusvalor); y 3) las señales sobre si la acumulación debería continuar y dónde debería ser usado el plusvalor.

Los beneficios, especialmente los relativos a los compromisos de pago en efectivo sobre las deudas, afectan las expectativas de largo plazo de las empresas y de los banqueros. Los beneficios son el vínculo crítico para el tiempo en una economía capitalista: son determinados por el tamaño y la estructura de la demanda agrgada, determinan si las deudas

pasadas y los precios pagados por los activos de capital son validados, y ellos afectan las expectativas de largo plazo de los empresarios y banqueros que entran en las decisiones de inversión y financiamiento. Se esta tratando con una economía capitalista con un pasado, un presente y un futuro. En tal economía la medida en la cual los beneficios presentes validan las decisiones tomadas en el pasado afecta a las expectativas de largo plazo y en consecuencia a la inversión presente y a las decisiones de financiamiento; la inversión presente y las decisiones de financiamiento a su vez determinan los parámetros dentro de los cuales las decisiones futuras serán tomadas. Al enfocarse en los beneficios, una teoría basada en las ideas de Kalecki sobre cómo son generados éstos, reconoce claramente que es necesario construír una teoría que sea relevante para una economía que existe en la historia.

Una economía capitalista solo trabaja bien en la medida en que, como economía inversora, genere beneficios. Las expectativas de beneficios hacen posible el financiamiento de la deuda y ayudan a determinar la demanda por la producción de inversión. La inversión se realiza a causa de que se espera que los activos de capital rindan beneficios en el futuro, pero éstos beneficios futuros estarán disponibles sólo si la inversión futura es llevada a cabo.

Los beneficios resultan de un exceso de los precios sobre los costos laborales unitarios y sobre los costos de insumos comprados. El sistema de precios para la producción corriente asigna los beneficios a productos particulares y así a activos de capital particulares y en existencia. En el modelo simple donde el gobierno y el sector externo no son tomados en cuenta, los precios y la producción se ajustan para que los beneficios igualen a la inversión

financiera. La formación de precios relativos, la producción y el empleo son realizados dentro de condiciones económicas agregadas que son determinadas por la necesidad de que los beneficios igualen a la inversión.

La identificación de los beneficios como un flujo determinado por el proceso de generación de ingresos no es sino un ingrediente dentro del punto de vista de la inestabilidad financiera. Éste ingrediente conduce a la proposición de que la inversión corriente determina o no si los compromisos financieros sobre deudas de las empresas pueden ser cumplidos. A un nivel suficientemente bajo de inversión, ingreso, empleo y beneficios, una proporción significativa de los compromisos contractuales sobre las deudas de las empresas no pueden ser cumplidos a partir de las fuentes normales. Intentos por los deudores para captar fondos necesitados para enfrentar los compromisos recurriendo a fuentes extraordinarias, tales como la venta de activos, son parte del mecanismo por el cual una situación financiera tensa es transformada en una crisis financiera. Fluctuaciones en la inversión determinan si las deudas pueden o no ser validadas; la pregunta que se tiene que responder ahora es ¿por qué fluctúa la inversión?.

Para responder a esta pregunta, ahora estudiemos el sistema financiero y la estructura de endeudamiento. Cualquier "posición" (i.e. un conjunto de activos) necesita ser financiada. Los instrumentos usados para fianciar tales posiciones establecen compromisos de flujos de efectivo incluso cuando los activos "en posición" rinden flujos de efectivo. Minsky distingue tres tipos de posturas financieras:

1) Finanzas Defensivas (Hedge Finance): Los flujos de efectivo de los activos en posición se espera que excedan a los compromisos de flujo de efectivo sobre las obligaciones para cada período. Dado que el efectivo que entra excede al efectivo que sale en cada período el valor esperado presente de una unidad finaciera defensiva es positivo para cada conjunto de tasas de interés finito. La estructura de obligaciones de una unidad financiera defensiva consiste principalmente de deudas a largo plazo y acciones, aunque los creditos comerciales a corto plazo para financiar el trabajo en progreso son consistentes con unidades financieras defensivas.

2) Finanzas especulativas: Los flujos de efectivo que entran de los activos en el corto plazo son menores a los pagos contratados a corto plazo, pero la porción del ingreso de los flujos de efectivo a corto plazo, medidos de acuerdo a convenciones contables comunmente aceptadas, excede a los costos de interés sobre la deuda, y las recepciones esperadas de efectivo en el más largo plazo se espera que excedan los compromisos de pago de efectivo que están pendientes. Una unidad comprometida en finanzas especulativas necesita eliminar o refinanciar deuda para enfrentar sus compromisos financieros inmediatos. El valor presente del flujo de efectivo neto de una unidad financiera especulativa será positivo para un conjunto de tasa de interés bajas y negativo para otras tasas de interés mas bajas. Los bancos son unidades financieras especulativas.

3) Finanzas "Ponzi": Los flujos de efectivo derivados de activos en el corto plazo son menores que los compromisoso de pago de efectivo y la porción del ingreso neto de los ingresos es menor a la porción de intereses de los pagos. Una unidad financiera "Ponzi" debe incrementar su deuda pendiente para enfrentar sus obligaciones financieras. Presumiblemente

hay una "bonanza" en el futuro que hace el valor presente positivo para tasas de interés suficientemente bajas. Aunque las finanzas "Ponzi" se identifican frecuentemente con fraudes, cada proyecto de inversión con un período de gestación largo y rendimientos de alguna manera inciertos tiene aspectos de un esquema financiero "Ponzi".

La mezcla de finanzas defensivas, especulativas y "Ponzi" en existencia en cualquier momento reflejan la historia de la economía y el efecto de desarrollos históricos sobre el estado de las expectativas a largo plazo. En particular, durante un período de tranquilidad, en el cual la economía funciona bastante cerca del pleno empleo, habrá una disminución en el valor del seguro que la posesión de dinero otorga. Esto conducirá tanto a un incremento del precio de los activos de capital como a un desplazamiento de las preferencias de cartera de manera que una mezcla mayor de finanzas especulativas e incluso de finanzas "Ponzi" es ensayada por las empresas y aceptada por los banqueros. De esta manera el sistema financiero genera endógenamente, al menos, parte de las necesidades financieras requeridas por una demanda de inversión incrementada que ocasiona un incremento en el precio de los activos de capital.

En la medida en que la proporción de unidades financieras especulativas y "Ponzi" se incrementa dentro de la estructura financiera total de una economía, la economía se vuelve crecientemente sensitiva a variaciones en la tasa de interés. Tanto en las unidades financieras especulativas como en las "Ponzi", los flujos de efectivo esperado que hacen a la estructura financiera viable, llegan mas tarde en el tiempo que los compromisos de pago sobre la deuda pendiente. Con tasa de interés de corto plazo suficientemente altas, las unidades

especulativas se convierten en unidades "Ponzi" y para las unidades "Ponzi" los cargos pendientes acumulados a altas tasas de interés sobre sus deudas pendientes de corto plazo pueden conducir a requerimientos de flujos de efectivo que excedan las expectativas de flujos de efectivo que hicieron viable a la posición inicial - esto es el déficit inicial de flujo de efectivo a corto plazo es transformado en un déficit permanente de flujo de efectivo a causa de tasas de interés altas.

El financiamiento externo y las tasas de interés entran en el proceso de inversión en dos etapas muy diferentes. La producción de inversión toma tiempo y los costos inmediatos estan calculados de manera acumulada a la tasa de interés de corto plazo para determinar el costo de la producción de inversión. Ésto se ilustra claramente en la manera en que se financía la construcción. El financiamiento de un proyecto de construcción conduce a la merma de los fondos provistos por un banco; obviamente los cargos de interés sobre tales fondos tiene que ser recuperados en el precio de entrega del bien de inversión. El precio de entrega de un bien de inversión es una función positiva de la tasa de interés de corto plazo.

Un bien de inversión, una vez entregado y "trabajando" en un proceso productivo, es un activo de capital. Como activo de capital, su valor es el valor presente de los beneficios brutos anticipados después de impuestos (cuasi-rentas) que son imputados a su participación en la actividad económica. El valor presente de un activo de capital es una función inversa de la tasa de interés de largo plazo.

Una demanda de inversión creciente conduce a un incremento de la inversión en proceso. En la medida en que la inversión en proceso se incrementa, un componente inelástico

de la curva de demanda para financiamiento se incrementa. Si la curva de oferta de financiamiento es infinitamente elástica, entonces los costos financieros no se incrementan cuando la inversión aumenta. En la medida en que una mayor inversión conduce a mayores benficios, los precios de los activos de capital, con tasas de interés constantes, se incrementan; tal incremento es un incentivo para mayor inversión: el incremento en los precios y en los beneficios que caracterizan a un auge será el resultado. Sin embrago, el funcionamiento interno del mecanismo bancario o la acción del banco central para restringir la inflación resultará en que la oferta de financiamiento se vuelva menos que infinitamente elástica (quizá incluso se aproxime a una elasticidad de cero). Una curva de demanda inelástica creciente para el financiamiento causada por la inversión en proceso, combinada con una curva de oferta inelástica de financiamiento conduce a un rápido incremento en las tasas de interés a corto plazo.

Incrementos importantes en la tasa de interés a corto plazo incrementan el precio de oferta de la producción de inversión. Incrementos importantes en las tasas de interés a corto plazo conducen a un incremento en las tasas de interés a largo plazo. Esto conduce a una caída en el valor presente de los beneficios brutos después de impuestos que los activos de capital se espera que obtengan. Tasas de interés crecientes desplazan la curva de oferta de la inversión hacia arriba incluso cuando desplazan la curva de demanda de inversión hacia abajo, la cual es derivada a partir del precio de los activos de capital. Estos desplazamientos en las condiciones de la oferta y demanda de inversión conducen a una caída en la inversión, la cual disminuye los beneficios esperados corrientes y de corto plazo. Menores expectativas de beneficios disminuyen el precio de los activos de capital, y así también el precio que las

empresas están dispuestas a pagar por la producción de inversión.

La caída en los beneficios significa que la habilidad de las empresas para cumplir compromisos financieros incluídos en las deudas se deteriora. En particular cuando los beneficios caen algunas unidades defensivas se convierten en unidades especulativas y algunas unidades especulativas se convierten en unidades "Ponzi". El aumento en las tasas de interés de largo plazo y la disminución de los beneficios esperados juegan un papel particularmente devastador con las unidades "Ponzi", debido a que el valor presente de la bonanza esperada en el futuro cae marcadamente. Las anteriores unidades "Ponzi" se encuentran con que deben vender sus posisiones en activo para enfrentar los compromisos de pago sólo para descubrir que sus activos no pueden ser vendidos a un precio que esté incluso cerca de cubrir sus deudas. Una vez que la venta de las posisiones en vez del refinanciamiento se hace prevaleciente, el precio de los activos puede y en realidad cae abajo de su costo de producción como un bien de inversión.

Esto que ha sido esbozado es el camino hacia una crisis financiera. El que una crisis financiera completa tenga lugar depende de la eficacia del banco central al comportarse como prestatario de último recurso y de si los flujos de beneficios son sostenidos por un incremento en el déficit gubernamental o por cambios en la balanza de pagos. Sin embargo, incluso si una crisi fianciera total no tiene lugar, las expectativas de largo plazo de las empresas, de los banqueros, y de los tenedores últimos de activos financieros serán afectadas por éstos desarrollos. El premio al riesgo asociado con proyectos de inversión se incrementará y los empresarios y banqueros se moveran hacia posturas financieras que impliquen finanzas menos

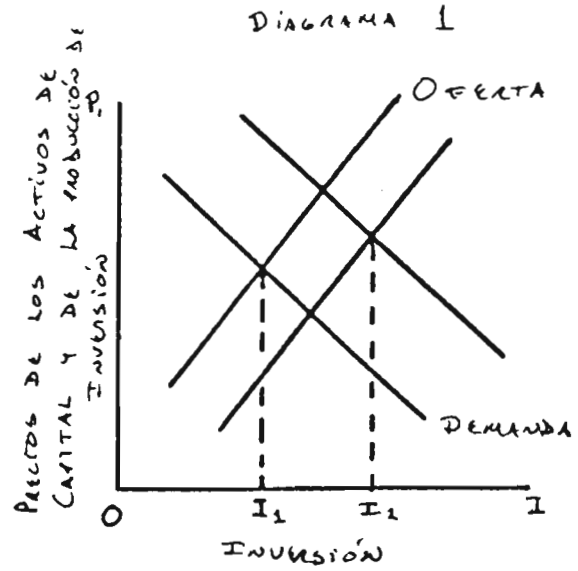
especulativas.

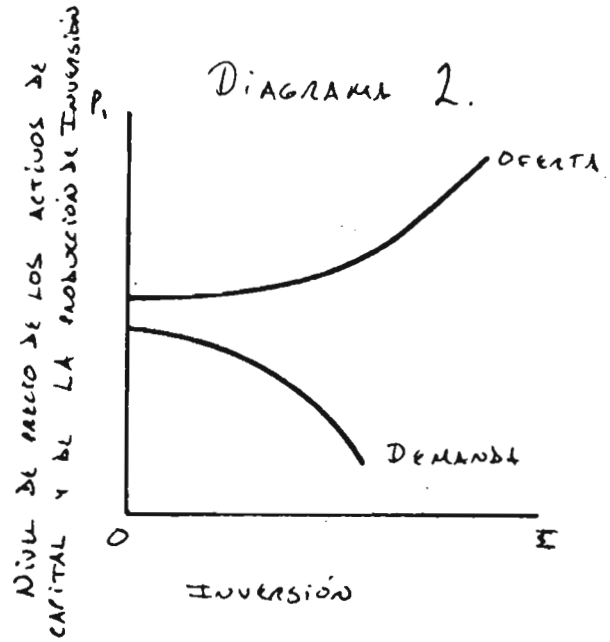
El proceso recursivo entre los beneficios y la tasa de descuento efectiva para activos empresariales puede continuar incluso hasta "un cambio en el valor presente"; esto es, la curva de oferta de la producción de inversión puede subir arriba de la curva de demanda para la producción de inversión de tal manera que la inversión, y con ella los beneficios, se colapsen. Una vez que los beneficios se colapsan, los flujos de efectivo para validar incluso arreglos financieros defensivos no estarán disponibles.

En el diagrama 1 se ilustra la situación normal. Las condiciones de oferta y demanda de inversión, tomando en cuenta las condiciones financieras, podrían estarse desplazando entre I_1 e I_2 cuando varíen los beneficios, los premios al riesgo y los costos de producción al fabricar la inversión . El el diagrama 2 se ilustra la situacion en la cuál las repercusiones de una deflación de la deuda han afectado tanto a los benficios como a los términos de financiamiento efectivos. En este caso la caída en los beneficios ha disminuído el precio de demanda de los activos de capital incluso si a causa del «riesgo de los prestamistas» se ha elevado el precio de oferta de la producción de inversión para cualquier nivel dado de salarios monetarios. El que se ilustra aquí es el caso extremo en el cuál la curva de oferta, en cualquier punto, está arriba de la curva de demanda.

En el diagrama 1 los movimientos en las curvas de oferta y de demanda de inversión reflejan cambios en las variables que entran como determinantes aproximados de la oferta y la demanda agregadas incluso cuando las variables que entran en la determinación de las

expectativas a largo plazo no son afectadas. Esto significa que aunque no ha habido variaciones en los beneficios percibidos ni en los contratos de financiamiento, las expectativas corrientes sobre los beneficios a largo plazo, sobre las tasas de interés y sobre las estructuras financieras aceptables no han sido afectadas. En el diagrama 1 un desplazamiento hacia la izquierda de las curvas de oferta y demanda puede ser compensado a través de cambios menores en las condiciones del mercado monetario, en la postura fiscal del gobierno y en la tasa de salarios monetarios.





En el diagrama 2 la posición de las curvas de oferta y demanda para la producción de inversión reflejan cambios en las expectativas a largo plazo a cerca de los beneficios y a cerca de la estructura financiera deseable. El movimiento de la sitúción ilustrada en el diagrama a la del diagrama 2 refleja el tipo de experiencia desfavorable a causa de la estructura de obligaciones heredadas que se señalaron en la discusión de las finanzas defensivas, especulativas y Ponzi. En la situación del diagrama 2, cambios de corto plazo en los beneficios aproximados, en las tasas de interés de mercado, en los salarios monetarios, y en la postura fiscal del gobierno podrían sostener el ingreso y el empleo pero no tendrán un efecto rápido sobre la oferta y demanda de inversión. En particular, en un régimen con un gobierno «pequeño», tal como el que existía cuando Keynes escribió la Teoría General, ni una deflación de los salarios ni una relajación en el mercado monetario podría transformar rápidamente una sitúción similar a la del diagrama 2 en una como la del diagrama 1. De hecho, debido a que un elemento clave en el surgimiento y continuación de la situación descrita en el diagrama 2 es una situación deficitaria de los beneficios en relación con las obligaciones financieras sobre deuda heredada, una disminución en los salarios monetarios que conduzca a una disminución en el valor monetario de los beneficios empeorará las cosas.

Esto es, mientras que variaciones en las variables de mercado que son determinadas por las condiciones de oferta y demanda en los mercados de producto, laboral, y monetario son reguladores efectivos de la tasa de inversión cuando las expectativas de largo plazo son propicias para la inversión, variaciones en éstas mismas variables no son reguladores efectivos de la inversión una vez que el desplazamiento en las expectativas de largo plazo ocurre al mismo tiempo o después que una crisis financiera ha tenido lugar.

Una vez que una situación como la descrita en el diagrama 2 exista, la economía estará encaminada o ya se encontrará en una profunda depresión. Sin embargo, el que una situación de este tipo se desarrolle y cuánto dure, depende de la participación del gobierno en la economía, de qué tan pronto intervenga y de cuán efectiva sea esa intervención. En el período 1929-1933 la intervención gubernamental en Estados Unidos fué insignificante y tardía. En particular, la Reserva Federal virtualmente renunció a su responsabilidad como prestatario de último recurso, lo cual equivalía a garantizar que aquéllas posiciones financieras especulativas y Ponzi que hubieran sido validadas por flujos de efectivo de largo plazo al nivel corriente (anterior a la crisis), con un ingreso razonablemente cercano al de pleno empleo, y con tasas de interés menores a las que rigieron en la cúspide del auge en la inversión, recibieran un pronto financiamiento.

CAPITULO 3

LAS CRITICAS A LA HIPOTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

En realidad, las críticas a la hipótesis de la inestabilidad financiera han sido pocas y aisladas. Quizá las más relevantes de ellas han sido las planteadas por James Tobin en un pequeño artículo donde reseña el libro de Minsky más reciente (Tobin, J., 1989, «A review of 'Stabilizing an Unstable Economy'»).

La primera crítica que plantea Tobin se refiere a la carencia de un modelo formal riguroso en el trabajo de Minsky, pues dice:

> «...Minsky no provee un modelo formal riguroso, y sin uno los lectores no pueden juzgar si un ciclo económico endógeno no-amortiguado (undamped) se sigue a partir de sus supuestos o no.» (Tobin, 1989, pp. 106).

Esta primera crítica de Tobin es válida puesto que en realidad Minsky no provee un modelo riguroso formal en este libro ni en ninguno de sus trabajos anteriores. Sin embargo, Marc Lavoie (1986-1987) elabora un pequeño modelo de 4 ecuaciones que "...le permitiría a uno interpretar de un vistazo el funcionamiento interno y sutil de la hipótesis de Minsky sobre la fragilidad financiera", (Lavoie, M., 1986-1987, pp.258). Así, éste pequeño modelo se puede interpretar como complemento al trabajo analítico de Minsky sobre la hipótesis de la inestabilidad financiera.

Otra importante aportación al trabajo de Minsky en el campo de los modelos formales la podemos encontrar en la compilación de artículos que realiza Willi Semmler (1989), en el cual se hace referencia a modelos dinámicos de la economía y a modelos sobre el ciclo económico en las investigaciones sobre la inestabilidad financiera. En éstos artículos se trata de formalizar el papel del financiamiento de la deuda para la teoría macroeconómica en el contexto de una teoría dinámica de las firmas, el mercado y los agregados macroeconómicos.

Por ejemplo, el trabajo de Taylor y O'Connel (1985) "...ha servido como nuevo punto de partida para el estudio de las interacciones tanto del sector real como del sector financiero de la economía tal y como han sido formulados verbalmente por Minsky". (Semmler, 1989, pp. XI).

Una segunda crítica de Tobin a Minsky es la que se refiere a la utilización, por Minsky, del supuesto kaleckiano de que los trabajadores no ahorran. Como argumenta Tobin "... 'Beneficios igual a inversión ', dice Minsky, 'es una idea profunda a cerca de cómo trabaja una economía'(Minsky, 1986, pp. 151). Puesto que ésta implicación de la ecuación IS depende del supuesto de que los trabajadores no ahorran y los capitalistas no consumen, no parece relevante para las modernas economías capitalistas actuales". (Tobin, 1989, pp. 106).

Esta segunda crítica de Tobin no me parece válida puesto que Kalecki ha demostrado que es un supuesto útil, y que en nada desvirtúa utilizar éste supuesto para entender el funcionamiento de una economía capitalista avanzada (véase, por ejemplo, Kalecki 1954 y 1971). Además, no creo que un economista como Tobin que se encuentra ubicado dentro de la corriente principal de la economía (la teoría neoclásica o teoría keynesiana bastarda, como

diría Joan Robinson) pueda criticar a alguien por la falta de realismo en sus supuestos, cuando la teoría dominante está plagada de supuesto irreales que en verdad desvirtúan la manera en que una economía capitalista avanzada funciona.

También Tobin comenta que podría surgir una tercera crítica al trabajo de Minsky por parte de los partidarios de la hipótesis de las expectativas racionales. Los partidarios de las expectativas racionales podrían argumentar que el ciclo económico tan remarcado por Minsky se desvanecería tan pronto como los agentes económicos lo entendieran. La respuesta a esta crítica, como el mismo Tobin sugiere, sería que la experiencia cotidiana y la historia refutan el planteamiento de los partidarios de las expectativas racionales, puesto que los ciclos económicos existen, han existido y existiran siempre en el capitalismo. (Véase también el punto de vista de Kalecki sobre los ciclos económicos, en Kalecki, 1971, caps. 1 y 3).

La cuarta crítica que surge del trabajo de Tobin se refiere al tratamiento que da Minsky a la inversión:

> "...El problema principal es que ésta teoría 'Post-Keynesiana' no está convenientemente ligada al mensaje central del libro (Minsky, 1986), la teoría financiera de los ciclos económicos. La excelente explicación de Minsky sobre las decisiones de inversión y la fijación de precios de los artículos es separable de su teoría de los precios, los salarios y los beneficios. Suena como a teoría 'q' para mí." (Tobin, 1989, pp. 106).

Esta crítica, me parece, es totalmente válida por parte de Tobin. La teoría de la demanda de inversión en Minsky es muy similar a la teoría de la demanda de inversión basada

en la 'q' de Tobin. Para remediar este problema, habría que substituir, en el trabajo de Minsky, ésta teoría 'q' de la inversión por una teoría post-keynesiana de la inversión. Sobre este punto, me parece que la mejor teoría de la inversión es la desarrollada por Kalecki (1971, cap. X y 1954, caps. 8, 9 y 10). De esta manera, combinando la teoría de la inversión de Kalecki con la teoría financiera de Minsky, podría surgir una teoría mucho más rica y acabada que describiera completamente el funcionamiento de una economía capitalista avanzada.

CAPITULO 4

CONCLUSIONES

La esencia de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que los traumas financieros, incluso interactuando con deflaciones de la deuda, ocurren como resultado del funcionamiento normal de una economía capitalista. Esto no significa que una economía capitalista esté siempre al borde del desastre. Existen situaciones en las cuáles el financiamiento de la deuda en el corto plazo para las empresas y para los hogares es modesto; esto conduce a mercados financieros robustos que no son suceptibles de sufrir procesos de deflación de la deuda. También hay estructuras financieras frágiles que incluyen una gran cantidad de finanzas especulativas y "Ponzi" por parte de las empresas y los hogares. El funcionamiento normal de una economía con una situación financiera robusta es tranquilo y, en general, exitoso. Tranquilidad y éxito no son estados autosostenibles, puesto que inducen incrementos en el precio de los activos de capital relativos a los precios del producto corriente y a un incremento en: 1) deudas aceptables para cualquier flujo de ingreso esperado, 2) inversión y 3) en los beneficios. Estos incrementos conducen a una transformación a través del tiempo de una estructura financiera robusta inicialmente en una estructura frágil. Una vez que una estructura financiera incluya una proporción suficientemente grande de finanzas especulativas "cuasi-Ponzi" un incremento en las tasas de interés a corto plazo puede ocurrir en la medida en que la demanda para financiamiento de corto plazo se incremente. Esto conducirá a un cambio en el valor presente, especialmente si es acompañado de un incremento en el valor de la liquidez cuando algunas unidades no puedan cumplir con sus obligaciones financieras. Cuando el costo de la producción de inversión se vuelva mayor que el valor de los activos de capital que esten siendo producidos un nuevo financiamiento no estará disponible. Esto conduce a un colapso

del valor de los activos incluso más bajo que el precio de oferta de la producción de inversión, lo cual disminuye todavía más la inversión. Pero al disminuír la inversión a causa de una disminución en los beneficios las cosas empeoran. Las reacciones inmediatas del mercado a una disminución en el ingreso, en el contexto de una estructura financiera en la cual hay una gran proporción de finanzas especulativas y Ponzi, empeoran las cosas; el conjunto de mercados interrelacionados es inestable.

La hipótesis de la inestabilidad financiera tiene fuertes implicaciones para la política económica. Primero, señala que hay defectos inherentes e ineludibles en el capitalismo. También enfatiza la importancia de las instituciones y la habilidad de éstas para modificar el comportamiento de la economía; por lo tanto, existen diferentes tipos de capitalismo. La pregunta bien puede ser cual tipo es el mejor por ahora, el cual no necesariamente es el mejor para todos los períodos.

En una economía capitalista con un gobierno pequeño, $B = I$, de tal manera que un colapso en el valor de los activos, que dismunuye I, no sólo reduce el ingreso y el empleo sino también los beneficios. Esto no sólo significa que el valor de los activos cae, sino también significa que los compromisos de deuda pendientes, especialmente de las unidades que se encuentran en una situación de finanzas especulativas o Ponzi, no pueden ser cumplidos.

Por otro lado, en una economía capitalista con un gobierno grande, $B^{*} = I + DG$;los beneficios después de impuestos son igual a la inversión más el déficit público. Si una disminución en I es compensada por un incremento en el déficit, entonces no es necesario que los beneficios disminuyan; de hecho, si el incremento en el déficit es lo suficientemente grande, los beneficios se incrementarán.

Una implicación de la proposición de que los precios deben ser tales que generen unos beneficios iguales a la inversión es que cualquier incremento en el cociente de salarios totales en la producción de inversión con respecto a los salarios totales en la producción de bienes de consumo es inflacionario. Aún más, cualquier incremento en el gasto de bienes de consumo financiados a través de pagos de trasferencias o de ingresos que provienen de los beneficios es inflacionario.

Dado que la inestabilidad se debe al énfasis puesto en la inversión y que la inflación se debe al énfasis puesto en la inversión, en los pagos de transferencia, y en la necesidad de sacar de apuros a las estructuras financieras amenazadas, la hipótesis de la inestabilidad financiera indica que una economía que esté orientada hacia la producción de bienes de consumo a través de técnicas que sean menos intensivas en capital que aquéllas que están siendo inducidas actualmente por la política económica serán menos susceptibles a la inestabilidad financiera y a la inflación. Esto sugiere que el énfasis de política económica debe cambiar de la promoción del crecimiento a través de la inversión hacia el logro del pleno empleo a través de la producción de bienes de consumo. La hipótesis de la inestabilidad financiera sugiere que una simplificación de las estructuras financieras es una manera de lograr mayor estabilidad, aunque estando enraizada en un análisis de la dinámica histórica de las estructuras financieras, también reconoce que el reforzamiento de la simplicidad en los arreglos financieros será muy difícil.

La hipótesis de la inestabilidad financiera también reconoce que mientras que existen mejores maneras de manejar la economía que las que se han estado utilizando en el pasado reciente, no hay una organización económica ni una fórmula mágica que resuelva todos los

problemas de la política económica para siempre. Las economías evolucionan, y con la evolución interna del mecanismo económico, la estructura apropiada de instituciones y reglas de política también cambia.

BIBLIOGRAFIA

- Appelbaum, E. (1979), "The labor market", en Eichner (1979).

- Davidson, P. (1972), "Money and the real world", MacMillan, London, 2nd. edition 1978.

- Davidson, P. (1981), "Post-Keynesian economics", en D. Bell and I. Kristol, "The crisis in economic theory", Basic Books, New York.

- Eichner, A. and J. Kregel (1975), "An essay on Post-Keynesian theory", Journal of Economic Literature, 13.

- Eichner, A. (1979), "A guide to post-keynesian economics", MacMillan, London.

- Feiwel, G. R. (1975), "Michal Kalecki. Contribuciones a la teoría de la política económica", F. C. E., México(Primera edición en español, 1981).

- Hamouda, O. and G. Harcourt (1987), "Post-keynesian economics: from criticism to coherence?", en J. Pheby (1989).

- Hansen, A. (1949), "Monetary theory and fiscal policy", MacGraw-Hill, New York.

- Hicks, J. R. (1937), "Mr. Keynes and the classics: a suggested interpretation", Econometrica, 5.

- Kaldor, N. (1955), "Alternative theories of distribution", Review of Economic Studies, 23.

- Kalecki, M. (1954), "Teoría de la dinámica económica", F. C. E. , México,(Cuarta reimpresión en español, 1984).

- Kalecki, M. (1971), "Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista", F. C. E., (segunda reimpresión en español, 1984).

- Keynes, J. M. (1936), "Teoría general de la ocupación el interés y el dinero", F.C.E., México, (octava reimpresión, 1984).

- Keynes, J. M., (1937(, "The general theory of employment", Quarterly Journal of Economics, 51.

- Kindleberger, C. P. and J. P. Laffargue (eds) (1982), "Financial crises. Theory, history and policy", Cambridge University Press, Cambridge.

- Kregel, J. (1973), "The reconstruction of political economy", MacMillan, London.

- Lavoie, M. (1986-1987), "Systemic financial fragility: a simplified view", Journal of Post-keynesian Economics, vol IX, No. 2 (Winter).

- Minsky, H. (1963), "Can 'It' happen again?", en Minsky (1982b).

- Minsky, H. (1975), "Las razones de Keynes", F.C.E., México, (1987 es la edición en español).

Minsky, H. (1982a), "The financial instability hipothesis: capitalist processes and the behavior of the economy", en Kindleberger and Laffargue (1982).

Minsky, H. (1982b), "Inflation, recession and economic policy", Wheatsheaf Books LTD, Sussex.

Minsky, H. (1982c), "Introduction: Can 'It' happen again? A reprise", en Minsky (1982b).

- Minsky, H. (1986), "Stabilizing an unstable economy", Yale University Press, New Haven.

- Modigliani, F. (1944), "Liquidity preference and the theory of interest and money", Econometrica, XII.

- Patinkin, D. (1956), "Money, interest and prices", Row-Peterson and Co., Ill.

- Pheby, J. (ed) (1989), "New directions in post-keynesian economics", Edward Elgar, England.

- Robinson, J. (1971), "Economic heresies", MacMillan, London.

- Sawyer, M. (1985), "The economics of Michal Kalecki", MacMillan, London.

- Semmler, W. (ed) (1989), "Financial dynamics and business cycles. New perspectives", M.E. Sharpe Inc., New York.

- Taylor, L. and S. O'Connel (1985), "A Minsky crisis", en W. Semmler (ed) (1989).

- Tobin, J. (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", Journal of Money, Credit and Banking, 1 (February).

- Tobin, J. (1989), "Review of Stabilizing an unstable economy", Journal of Economic Literature, Vol. XXII (March).