

Sebastián Carvajal Mantilla

# Fragilidad financiera endógena en economías abiertas y dolarización



**FLACSO**  
ECUADOR

© 2015 Flasco Ecuador

Cuidado de la edición: Unidad Editorial de Flasco Ecuador

Impreso en Ecuador, abril 2015

ISBN: 978-9978-67-441-3

Tesis presentada para la obtención del título de

Maestría en Economía del Desarrollo

Autor: Sebastián Carvajal Mantilla

Asesor: Alberto Acosta

Lectores: Wilson Pérez y Alfredo Serrano

Flasco Ecuador

La Pradera E7-174 y Diego de Almagro, Quito-Ecuador

Telf.: (593-2) 294 6800 Fax: (593-2) 294 6803

www.flasco.edu.ec

---

Carvajal Mantilla, Sebastián

Fragilidad financiera endógena en economías abiertas y  
dolarización / Sebastián Carvajal mantilla. Quito : FLACSO  
Ecuador, 2015

viii, 95 p. : tablas . - (Serie Tesis)

ISBN: 978-9978-67-441-3

ECONOMÍA ; CAPITALISMO ; ECONOMÍA ABIERTA ;  
POLÍTICA ECONÓMICA ; DOLARIZACIÓN ; POLÍTICA  
MONETARIA ; RESECIÓN ECONÓMICA ; ECUADOR. .

330.122 - CDD

---

A Alberto Acosta y Wilson Pérez por sus aportes y tiempo  
para leer, comentar y discutir esta tesis.

A Sidney por acompañarme siempre.

# Índice de contenidos

<b>Capítulo I</b>	
<b>Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo II</b>	
<b>Economía abierta y el rol del sistema financiero en las crisis económicas: revisión de la literatura</b> .....	7
Relaciones monetarias de una economía abierta .....	7
Banco Central, tipo de cambio fijo y <i>trilema de una economía abierta</i> .....	12
Movilidad de capitales y régimen cambiario .....	14
Crisis económicas y el rol del sistema financiero .....	16
<b>Capítulo III</b>	
<b>El enfoque de Minsky: la inestabilidad endógena del sistema capitalista</b> .....	23
La inversión .....	25
Endogeneidad monetaria .....	29
Las posiciones financieras de las unidades económicas: taxonomía de Minsky .....	34
La transición de la estabilidad a la inestabilidad financiera .....	37
Dinámica institucional e implicaciones de política .....	59

Capítulo IV	
Fragilidad financiera endógena en economías abiertas . . . . .	69
La historia del ciclo en una economía abierta . . . . .	71
Capítulo V	
Ecuador en la ilusión de la dolarización: a modo de conclusión . . . . .	81
Reflexiones finales . . . . .	88
Bibliografía . . . . .	91

## Capítulo I

### Introducción

Los años posteriores a 1970 no tienen precedentes en términos de volatilidad económica, y tampoco en términos de frecuencia y severidad de las crisis financieras. Durante la segunda mitad de la década de los ochenta, Japón experimentó una masiva burbuja en su mercado inmobiliario y bursátil. A inicios de los años noventa, Tailandia, Malasia e Indonesia también registraron un repentino incremento en los precios del mercado inmobiliario y bursátil. Desde el año 2005, se han registrado burbujas en los mismos sectores en países como Estados Unidos, España, Irlanda e Islandia (Kindleberger 2005).

Las burbujas siempre explotan; por definición, una burbuja significa un patrón de cambios en precios o flujos de dinero que no es sostenible. El resultado de la explosión de burbujas es siempre el mismo: quiebras bancarias, quiebras de firmas, ralentización del crecimiento económico y, lo que más debería preocupar, aumento del desempleo.

Otro de los hechos que se ha podido observar en términos de volatilidad económica durante este período son los bruscos movimientos en los tipos de cambio de las monedas nacionales. Varios países de los (mal) llamados *en vías de desarrollo* han sufrido graves crisis económicas derivadas de la repentina volatilidad en los tipos de cambio. Durante las décadas de los ochenta y noventa, varios países de América Latina y Asia sufrieron masivas crisis de tipo de cambio con consecuencias similares a las derivadas de la explosión de burbujas.

El número de quiebras bancarias registradas desde 1970 tampoco tiene comparación en la historia. Muchas de estas quiebras han sido sistémicas y han envuelto a la gran mayoría de bancos e instituciones financieras de un país. Cuando la burbuja inmobiliaria explotó en Japón, las pérdidas originadas por los bancos superaron con creces su capital y virtualmente todos los bancos japoneses tuvieron que ser rescatados por el Gobierno. De manera similar, cuando las monedas de países *en vías de desarrollo* han sufrido depreciaciones bruscas, muchos de los bancos e instituciones financieras de estos países han requerido la ayuda gubernamental para no quebrar (Kindleberger 2005).

Estas crisis financieras y quiebras bancarias han sido el resultado, en la gran mayoría de casos a nivel mundial, de la explosión de burbujas en el sector inmobiliario y bursátil o de bruscas y repentinas depreciaciones de monedas nacionales en los mercados internacionales de divisas. Las pérdidas ocasionadas son gigantes y pueden medirse de varias formas. Las más usuales suelen ser las pérdidas bancarias como porcentaje de la producción nacional, la desaceleración del crecimiento económico y el monto de la intervención de los bancos centrales. Por ejemplo, las pérdidas bancarias incurridas por el sistema financiero japonés fueron de alrededor del 25% del producto interno bruto (PIB); en Argentina en 2001, el mismo indicador alcanzó el 50% del PIB; ambos valores son mucho mayores a los experimentados por Estados Unidos durante La Gran Depresión en 1929 (ibíd.).

En el caso de la actual crisis en Estados Unidos, la Reserva Federal ha expandido su balance en cerca de 29 trillones de dólares (y lo sigue haciendo) para salvaguardar su sistema financiero (Wray 2012). Si bien estos indicadores suelen ser los más citados no son los más importantes. El criterio más importante debe ser el desempleo, porque es este el que incide de manera directa sobre la calidad de vida de las personas. En la actualidad, países como España y Grecia manejan tasas de desempleo en torno al 25% y 30%, respectivamente. En Estados Unidos, la actual crisis ha destruido cerca de nueve millones de empleos (Krugman 2012). En el Ecuador, la crisis de 1999 provocó una verdadera estampida migratoria atribuible a la falta de empleo.

La creciente participación del sistema financiero en los problemas económicos en diferentes partes del mundo ha servido para criticar la teoría

económica de la corriente principal, ya que, en sus modelos, el sistema financiero es irrelevante en el desempeño económico. La corriente principal también ha defendido los mecanismos de mercado libre para que la economía encuentre equilibrios; sin embargo, las desastrosas experiencias vividas por varias economías a raíz de procesos de liberalización financiera apurada permiten sospechar que dichos mecanismos conducen a cualquier cosa menos a resultados coherentes y estabilidad económica.

Han existido corrientes de pensamiento críticas a la principal donde los sistemas financieros sí juegan un rol fundamental en el desempeño económico y donde los procesos de mercados conducen a resultados incoherentes. En estas corrientes alternativas, la volatilidad económica experimentada en las últimas décadas es el resultado normal del funcionamiento de una economía capitalista atravesada por relaciones financieras.

La corriente post-keynesiana toma los preceptos planteados por Keynes de incertidumbre, demanda efectiva y trascendencia monetaria sobre la economía real para elaborar una teoría que permita explicar por qué no deberían sorprender la alta volatilidad de los precios de los activos y los resultantes ciclos económicos en una economía capitalista con sistemas financieros desarrollados y mercados desregulados.

El economista estadounidense Hyman Minsky (1919-1996) se cuestionó durante la mayor parte de su trabajo si La Gran Depresión vivida por Estados Unidos en 1929 podría volver a suceder<sup>1</sup>. Esto lo llevó a desarrollar su famosa hipótesis de fragilidad financiera endógena del sistema capitalista en la que argumenta que la fragilidad financiera de un sistema emerge como resultado inherente al patrón de comportamiento natural de los diferentes agentes de dichas economías.

El sistema financiero juega un rol fundamental en la transición de sistemas financieramente sólidos a frágiles debido a que las relaciones de endeudamiento son un elemento sustancial de la economía. Bajo esta corriente de pensamiento, la participación activa de las autoridades de gobierno y banco central es la única herramienta que evita que la economía esté en una constante transición de éxito y caos. Justamente desde los años setenta,

1 Su libro, *Can "It" Happen Again?*, es una compilación de casi todo su trabajo sobre esta temática.

tanto en la teoría como en la política práctica, los mecanismos de mercado han ido ganando terreno sobre los mecanismos de control, regulación y monitoreo por parte de las autoridades por lo que no es de extrañar la cantidad y severidad de crisis financieras experimentadas desde entonces.

Una de las limitaciones del análisis propuesto por Minsky es que se ciñe a una economía cerrada y no toma en consideración el innegable proceso de globalización e interdependencia económica de las últimas décadas. Sin embargo, los mecanismos endógenos de fragilidad financiera propuestos por Minsky y la incidencia de los flujos de capitales de una economía abierta están estrechamente relacionados.

En este sentido, el objetivo de la presente investigación es realizar una revisión detenida del análisis propuesto por Minsky para posteriormente contextualizarlo en economías abiertas y así brindar un marco teórico sólido, y anclado al mundo real, que permita explicar las razones de la alta volatilidad financiera y económica de las últimas décadas. Además se utiliza este enfoque teórico para realizar algunas reflexiones importantes sobre el régimen monetario en el Ecuador y los riesgos que impone la dolarización en materia de fragilidad financiera.

En contexto, el presente trabajo sostiene que los procesos de fragilidad financiera son endógenos en economías capitalistas, es decir, son el resultado normal del funcionamiento de estas economías, y sostiene además que dicha fragilidad financiera se amplifica y agudiza en economías abiertas al flujo de capitales. La mejor forma de hacer frente a estos riesgos es la activa intervención del gobierno y el banco central en la economía. Debido a la dolarización, el Ecuador no cuenta con todas las herramientas necesarias para enfrentar una crisis financiera y, si entendemos que estas son el resultado normal de las economías capitalistas, podemos pensar que la dolarización ha hecho que el Ecuador se encuentre en un constante escenario de fragilidad financiera, mas no de crisis.

La investigación está organizada de la siguiente manera. El capítulo siguiente es una revisión de la literatura que contiene las principales características de una economía abierta, en lo relacionado al ámbito monetario y financiero, y contiene además una revisión de los principales modelos que han intentado explicar las crisis monetarias y financieras. Si el lector

está familiarizado con esta literatura, no tendrá problema en prescindir de este capítulo.

El capítulo III aborda de lleno el tema central del presente trabajo. Aquí se examina la propuesta poskeynesiana de fragilidad financiera endógena del sistema capitalista. Se explica de manera detallada dicho proceso así como los principales conceptos que permiten comprender el análisis poskeynesiano.

El capítulo IV integra el análisis realizado en los dos capítulos anteriores para explicar cómo los mecanismos endógenos que conducen a un sistema de fragilidad financiera se amplifican y agudizan en economías abiertas.

Por último, el capítulo V presenta algunas reflexiones, a modo de conclusión, sobre el sistema de dolarización en el país y sus grandes riesgos.

## Capítulo II

# Economía abierta y el rol del sistema financiero en las crisis económicas: revisión de la literatura

Las principales características de una economía abierta en el ámbito monetario y financiero se presentan en los párrafos que siguen. Además, se ofrece una revisión de los modelos utilizados por los economistas para explicar las crisis monetarias y financieras.

### Relaciones monetarias de una economía abierta

Las relaciones monetarias en una economía abierta se llevan a cabo en tres mercados: el de divisas, el monetario y el de activos. A continuación, una explicación de cada uno.

#### *Mercado de divisas*

El tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra. En materia de economía monetaria internacional, el tipo de cambio es el precio más importante de una economía abierta, ya que influye de manera significativa en la cuenta corriente e incluso en la producción y el empleo (Obstfeld 1998).

Los tipos de cambio son determinados por la interacción de la oferta y la demanda de monedas. Las divisas son como cualquier otro activo ya que funcionan como reserva de valor y tienen la capacidad de transferir poder

adquisitivo del presente al futuro. Por lo tanto, su demanda está determinada por el rendimiento esperado, el riesgo y la liquidez (Mishkin 2008).

De estos factores, el más importante es el rendimiento esperado. Por esta razón, y para facilitar el análisis, no se toma en cuenta el riesgo ni la liquidez en este momento. Una moneda será más demandada que otra en la medida que ofrezca un mayor rendimiento esperado en términos de la misma moneda (ibíd.).

La condición básica del equilibrio en el mercado de divisas se conoce como paridad de intereses y se expresa mediante la siguiente identidad:

$$R = R^* + (E^e - E)/E \quad (1)$$

$R$  es el interés ofrecido por depósitos en moneda local;  $R^*$ , el interés que ofrecen los depósitos en moneda extranjera;  $E^e$  es el tipo de cambio esperado de la moneda local en función de la extranjera, y  $E$ , el tipo de cambio actual. El lado izquierdo de la identidad es el rendimiento esperado en moneda local por depósitos en moneda local. El lado derecho viene a ser el rendimiento esperado en moneda local por depósitos en moneda extranjera. Por lo tanto, cuando el lado izquierdo es mayor, la moneda local ofrecerá un mayor rendimiento esperado y será más demandada. De igual forma, si el lado derecho es mayor, la moneda extranjera ofrecerá un mayor rendimiento esperado y será más demandada.

Cuando esta condición no se cumple, los tipos de cambio fluctúan. Si el lado izquierdo de la identidad (1) es mayor, la moneda local se apreciará debido a que su mayor demanda significa que la gente estará dispuesta a ofrecer más unidades de moneda extranjera por una unidad de moneda local. Análogamente, si el lado derecho de (1) es mayor, la moneda local se depreciará, la gente estará dispuesta a ofrecer más unidades de moneda local por una unidad de moneda extranjera. El tipo de cambio de mercado es aquel que hace que la identidad se cumpla.

Si se mantiene todo constante<sup>1</sup>, las relaciones importantes del mercado de divisas, derivadas de la identidad (1) son las siguientes:

<sup>1</sup> El supuesto de mantener las variables constantes es una herramienta que permite analizar cómo influye una variable sobre otra mediante el aislamiento del resto de variables.

- a) Cuando el tipo de interés nacional aumenta, la moneda nacional se aprecia. Análogamente, cuando el interés nacional baja, la moneda nacional se deprecia.
- b) Cuando el tipo de interés extranjero aumenta, la moneda nacional se deprecia. Cuando dicho interés disminuye, la moneda nacional se aprecia.
- c) Cuando existen expectativas de depreciación futura de la moneda, esta se deprecia. Por el contrario, expectativas de apreciación de la moneda empujan a una apreciación de esta.

Estas relaciones tienen algunos supuestos implícitos, aparte del mencionado anteriormente de no considerar el riesgo y la liquidez de los activos. Estos son: que existe libre y perfecta movilidad de capitales; y, que los activos nacionales y extranjeros son sustitutos perfectos. A pesar de estos, que serán abordados posteriormente, la intuición presentada hasta aquí es válida y las relaciones resultantes, correctas.

### *Mercado monetario*

Una de las mayores controversias dentro de la historia de la teoría macroeconómica, que en sus cimientos se mantiene hasta ahora, tiene que ver con el rol del dinero y el mercado monetario en la economía real. En términos generales, sobre el sistema monetario, dicha controversia teórica contrapone a la visión clásica con la de Keynes.

La teoría clásica pone gran fe en los mecanismos naturales de ajuste del mercado, lo que deriva en que la economía siempre se encuentra en un equilibrio de pleno empleo. Esta teoría se sostiene en la llamada Ley de Say que propone que la gente ofrecerá su mano de obra como empleo a fin de obtener un ingreso el cual es usado posteriormente para comprar aquello producido. En otras palabras, como toda producción genera simultáneamente un ingreso y poder de compra, no tiene por qué existir desempleo a causa de una baja demanda agregada. Para los clásicos, todo el ingreso se transfiere siempre a la demanda agregada y esto garantiza que no haya



desempleo. La frase “toda oferta crea su demanda” capta la esencia de la mencionada Ley (Snowdon y Vane 2005).

Bajo este enfoque, el interés viene determinado por la interacción del ahorro y la inversión. La parte del ingreso que no se destina al consumo va al ahorro, y este constituye la oferta de fondos disponibles para el crédito en los mercados de capitales. La inversión, por su parte, constituye la demanda de crédito en los mercados de capitales. El secreto de los clásicos radica en proponer que el ahorro es siempre igual a la inversión; por lo tanto, esa parte del ingreso que no se consume (el ahorro) también se transfiere siempre a la demanda agregada garantizando el pleno empleo. En este contexto, la tasa de interés es simplemente el resultado de la interacción de la oferta de créditos (ahorro) y demanda de créditos (inversión). La tasa de interés varía solamente como reflejo del deseo de ahorrar e invertir (ibíd.).

Keynes rechazó los supuestos centrales de la teoría clásica argumentando que “son solo aplicables a un caso especial, y no en general, porque las condiciones que supone son un caso extremo de todas las posiciones posibles de equilibrio” (Keynes 1936, 37). El caso de que el ingreso siempre se transfiriera a la demanda agregada y garantizara pleno empleo era un caso especial y sus características no eran parte de la sociedad económica en la que se vivía. Para Keynes, no había razón para suponer que el ahorro y la inversión debían ser iguales. Es decir, no había razón para suponer que los ahorros siempre se transferían a la demanda agregada. En la lógica de Keynes, los aumentos del ahorro contraen la demanda agregada provocando desempleo.

Keynes rechazó la propuesta clásica de que el interés estaba determinado por las decisiones de ahorro e inversión. Para él, la tasa de interés se determina en el mercado monetario. Este marco conceptual, conocido como preferencias por liquidez, propone que el tipo de interés de mercado es aquel que iguala la oferta monetaria y la demanda de dinero (Mishkin 2008).

Para facilitar el análisis, se supone que la oferta monetaria ( $M^s$ ) está exógenamente determinada por las autoridades monetarias. Si bien los bancos centrales tienen la potestad de emitir dinero, el proceso de su creación es complejo debido al rol fundamental que desempeñan los bancos privados y otras instituciones financieras que también crean dinero.

Sobre la demanda de dinero, se han elaborado numerosos estudios en relación a sus determinantes. Una expresión general que capta las variables más usadas en aplicaciones empíricas es la siguiente, siendo  $M^d$  la demanda de dinero:

$$M^d = L(Y, R, P) \quad (2)$$

donde:  $Y$  es el nivel de transacciones;  $R$ , el tipo de interés nacional; y  $P$ , el nivel de precios. El equilibrio se encuentra cuando la oferta monetaria en términos reales es igual a la demanda agregada de dinero real, es decir, descontando a ambas los precios. De esta forma, la condición de equilibrio es:

$$\frac{M^s}{P} = L(R, Y) \quad (3)$$

Entonces, dado el nivel de precios y el de producción, el tipo de interés de equilibrio es aquel que hace que la identidad (3) se cumpla. Suponiendo una oferta monetaria determinada exógenamente, y manteniendo el resto de variables constantes, las principales relaciones del mercado monetario son las siguientes:

- a) Aumentos de la oferta monetaria real (sea por aumentos de  $M^s$  o disminución de  $P$ ) generan un exceso de liquidez. La gente buscará dónde colocar este exceso de liquidez y estará dispuesta a aceptar cada vez menos interés con tal de no quedarse con el dinero líquido. Por lo tanto, aumentos de la oferta monetaria real presionan los intereses a la baja. Análogamente, contracciones de la oferta monetaria real (por disminución de  $M^s$  o aumento de  $P$ ) ejercen presiones al alza del tipo de interés.
- b) Aumentos en la demanda real de dinero presionan el interés al alza. Cuando, por diversos motivos, la gente desea poseer dinero líquido, estará dispuesta a pagar un interés mayor a cambio de dicho dinero. Análogamente, caídas de la demanda de dinero presionan el interés a la baja.

*Mercado de activos*

El mercado de divisas y el mercado monetario componen el mercado de activos. La interacción de ambos permite observar cómo influye la política monetaria de un país sobre los tipos de cambio. El mercado monetario es determinante del mercado de divisas porque es donde se fija la tasa de interés, la cual es determinante del tipo de cambio.

Tomando las relaciones descritas en los mercados de divisas y monetario, el mercado de activos funciona de la siguiente manera, manteniendo el resto de variables constantes:

- a) Un aumento de la oferta monetaria presiona los intereses a la baja, lo cual, a su vez, presiona a una depreciación del tipo de cambio. Análogamente, una reducción de la oferta monetaria presiona a una apreciación del tipo de cambio.
- b) Cuando la gente prevé que una expansión de la oferta monetaria será permanente, puede prever que la moneda se depreciará. Esto quiere decir que se generan expectativas de depreciación, lo cual, sumado al efecto de reducción de interés, presiona aún más la depreciación del tipo de cambio. Por esta razón, cuando la expansión monetaria es permanente la moneda se deprecia en mayor magnitud que ante una expansión monetaria puntual.
- c) Un aumento de los precios nacionales reduce la oferta monetaria real lo que presiona a una apreciación de la moneda. El proceso inverso tiene un resultado también inverso.
- d) Un aumento de la demanda de dinero real presiona el interés al alza. En el mercado de divisas, esto provoca una apreciación de la moneda. Por el contrario, una contracción en las preferencias por liquidez presiona a una depreciación de la moneda.

**Banco Central, tipo de cambio fijo y *trilema de una economía abierta***

El análisis hasta aquí planteado ha supuesto que el tipo de cambio es flexible, por esto es que se ajusta a los diferentes movimientos observados ante-

riormente. Sin embargo, los tipos de cambio pueden ser fijos. Para lograr esto es necesario que el banco central tenga una participación activa en los mercados de activos. Debe tener la capacidad para vender y comprar divisas siempre que sea necesario y en la cantidad requerida al tipo de cambio que desea mantener. Si el tipo de cambio es fijo, el tipo de cambio esperado ( $E^e$ ) y el actual ( $E$ ) serán iguales (ver identidad 1), por lo tanto, la condición de equilibrio para un tipo de cambio fijo será solamente que los tipos de interés sean iguales:

$$R=R^* \quad (4)$$

Para lograr este objetivo, el banco central debe siempre ajustar sus tipos de interés a los extranjeros. Por esta razón, bajo el tipo de cambio fijo, el interés se determina desde el extranjero y no por la política monetaria nacional; esto implica que se renuncia a la autonomía de la política monetaria (Obstfeld y Rogoff 1995).

Sin embargo, esta renuncia a la autonomía monetaria lleva un supuesto implícito: la libre movilidad de capitales. El tipo de cambio fluctúa cuando la condición de paridad de intereses no se cumple y resulta más rentable invertir en otra divisa, pero ¿qué sucede si la inversión en activos en otra divisa no es permitida, es decir, si es que hay controles a la movilidad de capitales?

Cuando esto sucede no es necesario que se cumpla la condición de paridad de intereses. No hay razón para que el tipo de cambio se defina por las identidades (1) o (4). Si un país decide tener el tipo de cambio fijo y necesita autonomía monetaria, como medida paliativa de una recesión, por ejemplo, tendrá que imponer restricciones a la movilidad de capitales. Ahora, si el gobierno está interesado en la libre movilidad de capitales y en la autonomía monetaria, tendrá que renunciar al tipo de cambio fijo, no es compatible. Por último si un gobierno decide mantener la libre movilidad de capitales y el tipo de cambio fijo, tendrá que renunciar a la autonomía monetaria (Obstfeld y Rogoff 1995).

La limitación que se impone entre estas tres opciones se conoce como *trinidad imposible* o *trilema de una economía abierta*. Un país no puede tener de manera simultánea un mercado de capitales abierto, tipo de cambio

fijo y política monetaria autónoma. Las autoridades deben escoger dos de las tres opciones (Agénor 2004; Obstfeld 1998; Obstfeld y Rogoff 1995).

El aspecto central para el éxito o fracaso de un sistema cambiario radica en que las diferentes políticas macroeconómicas sean coherentes con el régimen cambiario escogido, que no se rompa con la mencionada *trinidad imposible*. Sin embargo, el problema fundamental de los regímenes de tipo de cambio fijo es que, dado el alto grado de movilidad de capitales, el Gobierno debe estar preparado para abandonar por completo la política monetaria como herramienta de estabilización. Esto supone un costo muy alto por lo que los regímenes de tipo de cambio fijo se han vuelto menos creíbles y más difíciles de sostener, incluso con un manejo de política económica acorde a dicho sistema. La vulnerabilidad que tienen estos regímenes, ante los sentimientos de los inversionistas, se acentúa con la libre movilidad de capitales. Esta vulnerabilidad se expresó con bastante frecuencia en los noventa en la gran cantidad de crisis monetarias en dicho período (Calvo 2001; Agénor 2004).

### Movilidad de capitales y régimen cambiario

No hay duda de que el factor más importante para que los tipos de cambio fijo hayan dejado de ser el régimen preferido por la mayoría de países es el dramático desarrollo de los mercados internacionales de capitales (Obstfeld y Rogoff 1995).

Entre 1990 y 2001, el panorama de tipos de cambio utilizados por los países se ha modificado significativamente. Para los países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI), el porcentaje de países con algún esquema de tipo de cambio fijo<sup>2</sup> cayó del 79,9% en 1990 a 55,9% en 2001, mientras que los países con algún esquema de tipo de cambio flexible<sup>3</sup> aumentaron del 20,1% al 45,1% en el mismo período (Agénor 2004, 172).

2 Incluye uniones monetarias, convertibilidad, bandas cambiarias, paridades móviles, bandas móviles y otros tipos de cambio fijo convencionales. La unión monetaria de la zona euro hace que todavía la mayoría de países se encuentren en esta categoría.

3 Incluye flotación manejada y flotación independiente.

Durante el período de Bretton Woods, la cooperación internacional logró disminuir los efectos perversos de los flujos de capitales sobre los tipos de cambio fijo. Sin embargo, la decisión unilateral de Estados Unidos por abandonar el acuerdo en 1971 provocó que la cooperación sufriera de falta de credibilidad y los tipos de cambio fijo no pudieron resistir la ola de ataques especulativos que se dieron entre 1971 y 1973 (Krugman y Obstfeld 2006; Obstfeld y Rogoff 1995).

El ingreso de capitales permite financiar inversión y estimular el crecimiento, lo que se puede traducir en un mejor nivel de consumo de la población. Además permite diversificar los portafolios y proveer recursos para fondos de pensión y jubilación. Sin embargo, la entrada brusca de capitales ha demostrado tener efectos negativos como la rápida expansión monetaria, exceso de liquidez, *booms* de crédito, presiones inflacionarias, burbujas especulativas, apreciación del tipo de cambio y déficits de cuenta corriente. Por estas razones, los cambios bruscos en los flujos de capitales imponen serios dilemas a las autoridades, especialmente en un ambiente de alta movilidad (Calvo, Leiderman y Reinhart 1996; Obstfeld 1998; Calvo 2001).

Los factores que promueven el flujo de capitales pueden categorizarse como aquellos internos a la economía que los recibe (*pull factors*) y aquellos externos a estas economías (*push factors*). La idea fundamental es que cualquier cambio, en la economía nacional o extranjera, que derive en incrementos creíbles de la tasa de retorno esperada de las inversiones en la economía doméstica logra atraer capitales (Agénor 2004).

También existen diferentes *tipos* de capitales y diferentes *etapas* de los flujos de capital. Entre los primeros se reconocen aquellos de corto (en su mayoría capitales especulativos) y largo plazo (inversión principalmente). Y entre los segundos se ha identificado eventos de incremento brusco de entrada de capitales, caída brusca de entrada de capitales, incremento brusco de salida de capitales y caída brusca de salida de capitales (Forbes y Warnock 2011). Determinar la etapa del flujo y el tipo de capital es difícil por lo que la implementación de políticas para paliar los posibles efectos negativos de la movilidad de capitales es sumamente compleja (Agénor 2004).

Los efectos macroeconómicos que provoca la entrada brusca de capitales son varios y dependen de ciertos aspectos de política económica como el régimen cambiario. En lo que respecta a la presente investigación es importante anotar que cuando hay eventos de repentina entrada de capitales, estos suelen ubicarse en los mercados bursátiles e inmobiliario a través del sistema financiero, ocasionando *booms* de crédito y debilitamiento del sistema financiero (Arestis y Glickman 2002; Magud, Reinhart y Vesperoni 2012).

### Crisis económicas y el rol del sistema financiero

Hasta la última década del siglo pasado, se aplicaron modelos denominados *de primera generación* o *de segunda generación* para explicar las crisis monetarias. Los primeros se concentran en examinar la relación entre las políticas económicas de un país y los tipos de cambio mientras los segundos explican las consecuencias de ataques especulativos o de cambios de expectativas. No obstante, en la segunda mitad de la década de 1990, con la crisis en Asia, dichos modelos ya no explicaron de manera satisfactoria lo que experimentaban los países de la región mencionada. En este nuevo escenario, había evidencia de una interacción entre dos clases de problemas: los bancarios y los de balanza de pagos. Esta situación se dio a conocer como *crisis gemelas* para cuya comprensión se hacían falta nuevos modelos. A continuación se ofrece una descripción de los diferentes tipos de crisis y los modelos mencionados.

#### *Los modelos de primera y segunda generación*

Hasta mediados de la década de 1990, las crisis monetarias se explicaban comúnmente con los modelos llamados *de primera generación*. La característica de estos es que las crisis se originan en debilidades de los fundamentales macroeconómicos que terminan con la pérdida de reservas internacionales del banco central y el abandono del tipo de cambio fijo cuando estas llegan a un nivel crítico (Roubini y Setser 2004). Los modelos de

primera generación se centraron en las inconsistencias entre política fiscal, monetaria y régimen de tipo de cambio, y en el rol de los ataques especulativos como desencadenantes de las crisis monetarias (Agénor 2004).

Krugman (1979) fue quien formuló en primera instancia estos modelos. En estos, la crisis estalla cuando el banco central se ve imposibilitado de defender el tipo de cambio ante la caída de reservas internacionales, proceso que se acelera con ataques especulativos.

En estos modelos, los agentes tienen perfecta información, hay movilidad de capitales y los activos en cualquier moneda son sustitutos perfectos. Existe un tipo de cambio fijo por lo que la paridad de intereses debe satisfacer solamente la igualdad entre el tipo de interés nacional y extranjero. No existen bancos privados por lo que las variaciones de la oferta monetaria vienen determinadas únicamente por el crédito doméstico otorgado por el banco central. Por último, el crédito doméstico crece a una tasa constante para financiar el déficit presupuestario del gobierno central (Krugman 1979; Agénor 2004).

Debido al tipo de cambio fijo y a la libre movilidad de capitales, el banco central debe renunciar a su autonomía monetaria. Sin embargo, al emitir crédito para financiar el déficit del gobierno estaría aumentando la oferta monetaria con la consecuente presión a la baja de los intereses. Para neutralizar este efecto, y mantener el tipo de cambio fijo, el banco central debe vender reservas extranjeras logrando que la oferta monetaria regrese a su punto inicial y se mantenga la paridad de intereses (Agénor 2004).

Para que las reservas compensen la expansión del crédito doméstico deben caer a la misma tasa a la que el crédito se expande. Por lo tanto, cualquier nivel finito de reservas internacionales se agotará en un período de tiempo determinado. Una vez que las reservas internacionales alcancen un límite inferior, las autoridades monetarias no podrán continuar defendiendo el tipo de cambio y se verán forzadas a abandonarlo. Esto viene a ser un colapso natural del régimen cambiario provocado por una inconsistencia en la política económica (ibíd.).

Como los agentes tienen previsión perfecta, sabrán que las reservas se agotarán y se abandonará el tipo de cambio fijo. Esta previsión de eventos genera una expectativa de devaluación lo que presiona a que el tipo de

cambio se deprecie aún más rápido. La gente se deshace de sus activos en moneda nacional y adquiere reservas internacionales porque no quieren tener activos que esperan que se devalúen y pierdan valor. Por estas razones, en estos modelos las crisis estallan antes de su colapso natural (Krugman 1979; Krugman y Obstfeld 2006).

Pero no todas las crisis cambiarias sucedieron en escenarios donde las políticas económicas no eran coherentes con el mantenimiento de tipos de cambio fijo. Estas *otras* crisis se conocen como *crisis autocumplidas*. Estos modelos, llamados *de segunda generación*, proponen que los ataques especulativos o el cambio en las expectativas pueden suceder incluso en un entorno de coherencia de las políticas macroeconómicas y sólidos fundamentales (Roubini y Setser 2004).

Obstfeld (1994) observó que las crisis monetarias del sistema monetario europeo en 1992 no obedecían a los planteamientos presentados en los modelos de primera generación porque dichos Gobiernos tenían suficiente acceso a reservas internacionales para financiar su déficit público. La idea medular de estos modelos es que las expectativas de los agentes dependen de lo que se crea que serán las acciones de política de los Gobiernos. Por lo tanto, la sola expectativa de que habrá una devaluación, que puede ser por múltiples razones, puede provocar que la gente se deshaga de sus activos en moneda nacional y adquiera reservas extranjeras lo que desataría la misma crisis cambiaria y abandono del tipo de cambio fijo. Por esta razón, se las conoce como crisis autocumplidas o crisis de expectativas autocumplidas<sup>4</sup>. Es solamente la expectativa de que haya una crisis la que la desata, incluso en escenarios donde no existan inconsistencias macroeconómicas como en los modelos de primera generación (ibíd.).

El financiamiento del déficit público es una de las razones por la que los agentes pueden esperar una devaluación y realizar un ataque especulativo, pero no es la única. Los agentes pueden prever una devaluación ante un constante déficit comercial, una situación de desempleo o un desastre natural que vuelva imperativa la expansión monetaria. El solo cambio en las expectativas puede desatar una crisis de moneda (Krugman y Obstfeld 2006).

4 El término usado en inglés es *self-fulfilling crises*

Si bien los modelos de primera y segunda generación parecían explicar los fenómenos ocurridos hasta mediados de los noventa, su validez se vio seriamente cuestionada con la crisis asiática de 1997. Existía evidencia de que el sistema financiero tuvo un rol trascendental en dicha crisis y, en dichos modelos, el sistema financiero no está considerado. Como lo definen Bernanke, Gertler y Gilchrist (1998), el marco estándar del análisis macroeconómico tenía un fuerte supuesto implícito: las condiciones de los mercados financieros y de crédito no afectan la economía real; las estructuras financieras son indeterminadas e irrelevantes para los resultados reales económicos (ibíd.). A pesar de que los modelos de la corriente principal prestaron poca importancia al sistema financiero, este no fue ignorado por otras escuelas de pensamiento.

#### *Las crisis gemelas y el acelerador financiero*

La crisis que aquejó a varios países asiáticos en 1997 causó un fuerte remezón en las bases teóricas desarrolladas para explicar las crisis monetarias. Por una parte, los presupuestos de los Gobiernos asiáticos se encontraban equilibrados, no existían déficit presupuestario ni expansión monetaria acelerada. Incluso las tasas de inflación de estas economías eran bajas. Los modelos de primera generación no permitían entender dicha crisis. Por otra parte, tampoco existían razones para creer que los Gobiernos asiáticos se embarcarían en devaluaciones de sus monedas como medida emergente ante desequilibrios de los fundamentales. La mayoría de las variables macroeconómicas daban signos positivos. Por esta razón, no había señales para que existieran ataques especulativos que originaran a una crisis de profecías autocumplidas. Con estos antecedentes y la evidencia del rol del sistema financiero era evidente que dicha crisis fue producto de excesos financieros (Krugman 1998).

Esta crisis permitió el surgimiento de una serie de modelos que vinculan los problemas bancarios con los de balanza de pagos. Esta interacción se dio a conocer como *crisis gemelas*. Si bien no existe un consenso sobre la relación de causalidad entre ambos problemas, esto brindó evidencia

empírica que permite incorporar el análisis financiero en la explicación de las crisis monetarias. La mayoría de autores coincide en que la liberalización financiera, acompañada de una deficiente regulación y supervisión bancaria, tiene gran incidencia en la generación de crisis gemelas (Reinhart y Kaminsky 1999).

La vulnerabilidad del sistema viene dada en gran parte por perturbaciones externas que permiten la apertura de mercados financieros. La entrada vertiginosa de capitales hace que el sistema bancario se vuelva vulnerable debido a que estos adquieren una cantidad considerable de obligaciones en moneda exterior. Además, la liberalización financiera implica no solamente la entrada de capitales, sino también su posible salida, con un ritmo igual o mayor. Si esto es acompañado por un tipo de cambio fijo y políticas disonantes con el trilema de una economía abierta es muy probable que una crisis gemela aparezca. Los canales de conducción causal son varios y el origen de los problemas puede ser interno o externo. Con la crisis asiática, se generó una gran cantidad de literatura al respecto (ver Reinhart y Kaminsky 1999; Von Hagen y Ho 2003; Zhu 2003; Glick y Hutchison 2000; Goldfajn y Valdés 1997; Corsetti, Pesenti y Roubini 2001).

A pesar de que la crisis asiática de 1997 dio origen a una gran cantidad de literatura que incorporó al sistema financiera al análisis de los ciclos económicos y los procesos de la economía real, es injusto decir que este siempre fue ignorado.

Los economistas de la era de la Gran Depresión, como Keynes y Fisher, creían que el comportamiento del sistema financiero era en gran medida responsable por los acontecimientos de la época. Para Fisher, la fuente de la vulnerabilidad económica se encontró en el alto endeudamiento de la clase prestataria a consecuencia de la prosperidad de 1929. La caída del patrimonio neto de la clase prestataria originó que sus miembros redujeran su gasto corriente y se vieran incapaces de cumplir las obligaciones crediticias adquiridas en el pasado. Esto alimentó la espiral descendente de producción y la deflación (Gertler 1988).

En la Teoría General de Keynes, la estructura financiera no tiene un rol central explícito en la determinación del producto. Sin embargo, la inversión sí lo tiene y la estructura financiera es determinante de la inver-

sión a través de lo que Keynes denominó *el estado de confianza*. Keynes fue muy cuidadoso en distinguir dos determinantes básicos de dicho estado. El primero, las expectativas de los prestatarios sobre los rendimientos futuros que devengarían sus proyectos de inversión. El segundo, el estado del crédito, tenía que ver con la confianza que los prestamistas tenían sobre los prestatarios a quienes financiaban. La confianza de los prestamistas depende de cuán alineadas estén sus expectativas con las de los prestatarios y de cuán aseguradas estén las obligaciones de los prestatarios. La conclusión de Keynes es que la pérdida de confianza de los prestamistas o prestatarios es suficiente para provocar una ralentización de la economía y que, para su recuperación, es necesario recuperar ambos determinantes del *estado de confianza* (Gertler 1988).

La literatura macroeconómica que siguió a la Teoría General ignoró ampliamente los vínculos de la economía real con el desempeño de los mercados de crédito. Tanto la corriente keynesiana ortodoxa como la monetarista se centraron solamente en el papel del dinero en la economía real. La cantidad de dinero se convirtió en el único agregado financiero en aparecer con regularidad en los análisis macroeconómicos.

Este vacío en la teoría de la corriente principal llevó al desarrollo de una serie de estudios que buscaban explicar la potencialidad de la política monetaria a través de problemas de información y otras imperfecciones en los mercados de crédito. Se demostró que las fallas de mercado pueden llevar a desequilibrios en el sistema financiero y que estos contribuyen a los ciclos económicos. Con este marco analítico de agente-principal el mercado de crédito y el sistema financiero lograron introducirse en varios análisis de los ciclos económicos (Bernanke y Gertler 1989; Gertler y Gilchrist 1993).

Uno de los hitos de esta metodología de agente principal en el mercado de crédito es el *acelerador financiero*, que muestra desarrollos endógenos en el mercado de crédito que propagan y amplifican las perturbaciones en la economía real. Las asimetrías de información entre agente y principal generan resultados imperfectos en los mercados de crédito que derivan en incrementos repentinos del endeudamiento, lo que disminuye el gasto en inversión y consumo. Este resultado es el corazón del *acelerador financiero*. Cualquier perturbación negativa en el patrimonio neto de los prestatarios

amplifica los resultados de la consecuente contracción en el gasto de inversión y consumo sobre la producción y la economía real (Bernanke, Gertler y Gilchrist 1996; Bernanke y Gertler 1995).

Otro aporte de suma importancia de la metodología de agente-principal es el trabajo desarrollado por autores como Greenwald, Stiglitz y Weiss. Greenwald y Stiglitz (1993) muestran cómo mercados incompletos con asimetrías de información no conducen a equilibrios óptimos y sugieren la intervención del Gobierno en la economía para corregir dichas imperfecciones de mercado. Stiglitz y Weiss (1981) desarrollaron un modelo de *racionamiento de crédito* en el cual muestran cómo las asimetrías de información llevan a resultados que no son óptimos en la asignación del crédito. Muestran cómo, entre individuos de similares características, unos pueden acceder al crédito y otros no, incluso aquellos que no acceden no lo logran ni ofreciendo mayores intereses. También muestran cómo existen individuos que jamás recibirán créditos a ningún tipo de interés, incluso si se expande considerablemente la oferta de crédito.

Estos estudios, tanto los del *acelerador financiero* y como los del *racionamiento del crédito*, contribuyeron significativamente a la inclusión del sistema financiero en el análisis de las fluctuaciones de la economía real. No obstante, mantienen sus bases en los supuestos neoclásicos de racionalidad y perfecta previsión del futuro por parte de los agentes. Lo nuevo de estos modelos fue la inclusión de asimetrías de información que son una restricción a estos supuestos, pero no suponen un marco analítico crítico por fuera de la corriente principal.

## Capítulo III

### El enfoque de Minsky: la inestabilidad endógena del sistema capitalista

La idea central del trabajo de Minsky parte de que la estabilidad de una economía capitalista depende de la inversión y de cómo esta y la posesión de activos de capital se financian. El financiamiento de ambos está intermediado por el sistema financiero y una estructura compleja de productos financieros y mecanismos de endeudamiento. Minsky rechaza lo que él llama el *caso heroico* de la teoría económica tradicional donde la inversión es financiada solamente por las ganancias de las unidades económicas o ahorro. Minsky utiliza el término *unidades* o *unidades económicas* para referirse a los diferentes participantes de la economía: hogares, familias, corporaciones, empresas, bancos, gobiernos locales, gobierno nacional y cualquier organismo que participe en el proceso económico.

Minsky propone una hipótesis de inestabilidad financiera que es inherente al sistema capitalista. Las proposiciones fundamentales de esta hipótesis son: a) los mecanismos capitalistas de mercado no pueden conducir a un equilibrio sostenido, de precios estables y de pleno empleo; y, b) los serios ciclos económicos se deben a los atributos financieros que son esenciales del capitalismo. Se entiende como economía capitalista aquella donde los medios de producción son de posesión privada. Estos pueden ser comercializados o hipotecados. Los instrumentos financieros resultantes de hipotecar medios de producción pueden ser también comercializados en este sistema (Minsky 1986).

El hecho de que la estructura financiera y una compleja red de relaciones financieras atraviesen el sistema económico significa que, en la economía,

existen al menos dos conjuntos de precios que deben ser considerados, uno para la producción corriente y otro para los activos de capital e instrumentos financieros. Ambos precios se determinan en diferentes mercados y reaccionan a diferentes fenómenos. Esto implica que la economía funciona a través del mercado de consumo y del mercado de la inversión. La producción corriente depende de la demanda para consumo y la inversión depende de los precios de los activos de capital y las condiciones financieras. La demanda de consumo está determinada por el empleo y las expectativas de empleo que son de corto y mediano plazo, mientras que la demanda de inversión viene determinada por expectativas de la rentabilidad de los activos de capital que son de largo plazo. La teoría tradicional suele tomar en cuenta solamente a la demanda de producción corriente como elemento fundamental de la demanda agregada. En el análisis de Keynes, sugerido por Minsky, es la demanda de inversión la que tiene un rol fundamental sobre la demanda agregada y, por lo tanto, en los resultados económicos reales (Minsky 1980a).

Esta propuesta, bajo ningún concepto, implica que el resto de variables –como el consumo, la propensión a consumir y el gasto– no tengan importancia en el desempeño económico. Keynes (1936) sugiere “que el carácter esencial del ciclo económico (...) se debe sobre todo a cómo fluctúa la eficiencia marginal del capital. A mi modo de ver, lo mejor es considerar que el ciclo económico se debe a un cambio cíclico en la eficiencia marginal del capital, aunque complicado y frecuentemente agravado por cambios asociados en las otras variables importantes del período corto del sistema económico” (Keynes 1936, 299).

La eficiencia marginal del capital es “la relación entre el rendimiento probable<sup>1</sup> de un bien de capital y su precio oferta o de reposición, es decir, lo que hay entre el rendimiento probable de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla” (ibíd., 147). Lo que ocurra con la eficiencia marginal del capital se determina en el mercado de la inversión y, por ende, es allí donde reposan las fuerzas del ciclo económico.

En este sentido, la inversión es el determinante principal del curso de una economía capitalista. El presupuesto del Gobierno, el comportamien-

<sup>1</sup> En lo que sigue del presente trabajo, el término *cuasi rentas* hace referencia al término *rendimiento probable*.

to del consumo y el curso de los salarios monetarios son importantes pero secundarios. Las propiedades fundamentales de los ciclos económicos de una economía capitalista están determinadas por la interacción de ganancias, precios de activos de capital y condiciones financieras, lo cual está integrado dentro de la inversión (Minsky 1986).

El primer paso para comprender la teoría de la hipótesis propuesta por Minsky de inestabilidad financiera es entender cómo se determina la inversión en la lógica keynesiana.

### La inversión

El modelo keynesiano postula que la inversión se determina mediante la interacción de tres factores. El primero es el precio de los activos de capital y financieros. El segundo es el costo de producción en el que se incurre al poner a producir los activos de capital, llamado precio oferta de la inversión, que no es lo mismo que el precio de mercado sino el precio que bastaría para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del bien en cuestión. El tercer factor tiene que ver con las condiciones de financiamiento disponibles en un sistema económico, lo que depende de la estructura del sistema financiero. Los precios de los activos de capital y financieros determinan el precio de la demanda de la inversión; sin embargo, la existencia de esta no determina el ritmo de la inversión. Este segundo aspecto viene determinado por la relación entre las condiciones de financiamiento y el precio de oferta de la inversión. La interacción de estos tres factores es la que en última instancia determina el nivel de inversión (Minsky 1972).

El primero de los factores mencionado es el precio de los activos de capital y financieros. Estos precios conforman el precio-demanda de la inversión. Los activos son valorables, y en efecto tienen precio, porque suponen ganancias futuras. El primer y más importante determinante de los precios de los activos de capital es la expectativa de que su uso en la producción genere ingresos futuros en la forma de cuasi rentas. Las cuasi rentas son la diferencia entre el ingreso total de la venta de la producción generada por



los activos de capital menos los gastos de operación respectivos; esto es lo mismo que el rendimiento probable de un bien de capital en palabras de Keynes. Los activos financieros, al igual que los de capital, también generan flujos de dinero futuro y su precio está determinado por la capitalización de los flujos futuros establecidos en los contratos. Un punto clave es que las cuasi rentas esperadas o rendimiento probable de los activos de capital, por los cuales se determina el precio actual de los activos de capital y financieros, son *inciertas* (ibíd.).

Existe otro atributo determinante del precio de los activos. Este tiene que ver con el dinero obtenible mediante la venta del activo o de su colocación como colateral de un crédito. Esto se conoce como liquidez y puede ser entendido como la capacidad de un activo para transformarse en dinero. En tiempos de ansiedad por liquidez los precios de los activos tienden a bajar. El deseo por liquidez es el deseo por vender activos, como este es mayor que el deseo por adquirirlos los precios de los activos tenderán a caer. Esta relación es de suma importancia porque implica que, en períodos donde los precios de los activos comiencen a caer, el deseo por deshacerse de estos presionará a que los precios caigan aún más (Minsky 1986).

Por último, el precio de los activos depende también de la cantidad de dinero en una economía. En escenarios normales, hay una relación positiva entre la cantidad de dinero y el precio de los activos. El precio de un dólar (como activo) será siempre un dólar (como medio de cambio); en escenarios normales, el dólar (como activo) está plenamente relacionado con el resto de activos, por lo que existe una relación positiva entre ambos. Sin embargo, es importante notar que hay excepciones y que no siempre existe dicha relación positiva. Como se mencionó anteriormente, las cuasi rentas y liquidez también son determinantes del precio de los activos. Cuando se cree que habrá caídas de las cuasi rentas, los propietarios de activos pueden incrementar sus preferencias por liquidez (deseo de deshacerse de los activos). En este escenario, el incremento en la cantidad de dinero no hará que el precio de los activos suba. Incluso puede darse el caso extremo en el que todos los poseedores de activos deseen liquidez en el cual los precios de los activos pueden caer así se aumente la cantidad de dinero (este es un caso

de deflación). La otra excepción es el caso opuesto en el cual el aumento de la cantidad de dinero no solamente aumenta el precio de los activos, sino que la tasa de incremento de los precios de los activos es mayor a la tasa de crecimiento de la cantidad monetaria (este es un caso de inflación). Lo importante es tomar en cuenta que no existe una sola relación entre cantidad de dinero y precio de los activos. Son las expectativas sobre unas cuasi rentas futuras inciertas y las preferencias por liquidez las que en última instancia definen dicha relación (ibíd.).

El segundo factor importante en el proceso de inversión es el precio de oferta de la inversión, es decir, el costo de producción de los bienes resultantes del proceso de inversión. Como en cualquier proceso productivo existen costos de mano de obra, insumos, etc., no hay que confundir el precio oferta de la inversión con el precio de mercado de los bienes resultantes. El precio oferta de la inversión es el mínimo al cual un inversionista está dispuesto a vender su producto, aquel que le permite cubrir los costos de producción y en consecuencia lo induce a producir unidades adicionales (ibíd.).

Una vez que un proyecto de inversión pasa la prueba de que las cuasi rentas capitalizadas esperadas superen el costo de producción, por un suficiente margen que compense la incertidumbre inherente a la adquisición de activos de capital, la decisión de invertir pasa al plano de las condiciones en las cuales se pueda financiar el proyecto. La decisión de invertir es una decisión de adquirir endeudamiento. Este es el tercer factor determinante de la inversión en la lógica keynesiana (Minsky 1972).

Existen tres fuentes principales de financiamiento: dinero y activos financieros a la mano; fondos internos, que son las ganancias descontadas de impuestos y dividendos; y, fondos externos, que se los puede adquirir pidiendo prestado a bancos u otros intermediarios financieros o emitiendo acciones y vendiéndolas en los mercados de valores. Una de las características básicas de las economías capitalistas es el uso de financiamiento externo para la adquisición de activos de capital, lo cual rompe con el supuesto clásico de que la inversión se determina por el ahorro (Minsky 1980b).

Según Keynes (1931), la relación financiera entre prestamistas y prestatarios se caracteriza por un complejo sistema de *márgenes de seguridad*. Los

bancos prestan dinero únicamente hasta cierto nivel del valor de un activo que es el *seguro* que un prestatario ofrece al prestamista. La diferencia entre el valor del activo de capital y el dinero recibido como préstamo es el margen de seguridad. Como los pagos de una deuda contraída son periódicos, otra forma de entender el margen de seguridad es la diferencia entre los ingresos futuros esperados por la operación del capital y los flujos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas. Los márgenes de seguridad permiten a los bancos protegerse ante caídas en el valor monetario de los activos. Es importante tener en cuenta que los bancos deben dinero a los depositantes en una parte de su balance y, por la otra, a los bancos les deben dinero. Los bancos son intermediarios entre los dueños de riqueza (depositantes) y los poseedores de los activos (prestatarios). El normal funcionamiento de la economía supone que los márgenes de seguridad son suficientes para compensar las fluctuaciones de los precios de los activos financiados. Sin embargo, si se considera la posibilidad de que la caída en los precios de los activos sea lo suficientemente grande y sostenida para que rebase los márgenes de seguridad y sobre una cantidad representativa de activos financiados, las consecuencias para los bancos son desastrosas, en consecuencia para los depositantes y también para los prestatarios, es decir, para el conjunto de la economía. Por esta razón los márgenes de seguridad son fundamentales y determinantes para el financiamiento de la inversión (Keynes 1931).

La decisión de invertir es una decisión de endeudarse. Esta decisión está basada en las ganancias esperadas de la inversión, lo que a su vez viene determinado por las cuasi rentas esperadas y el precio oferta de la inversión. Una vez que hay la expectativa de que un proyecto de inversión generará ganancias y existe financiamiento disponible, la inversión se realizará. El nivel de inversión en una economía depende de la interacción de estos tres factores y no solamente del ahorro como supone la corriente principal (Minsky 1978).

En este mundo basado en un *velo del dinero keynesiano*, la forma en la que se estructura la inversión es determinante del desempeño económico. La forma en que los flujos de dinero permiten cubrir las obligaciones de las diferentes unidades se vuelve trascendental en la economía. Es necesario

que los flujos estén sincronizados para que los ingresos de las unidades puedan cubrir sus obligaciones en el momento requerido por los contratos financieros. Cuando existen fallas en dicha sincronización puede haber desajustes en el sistema financiero que terminan por afectar de manera negativa la inversión. Por lo tanto, en las relaciones de flujos se asienta la estabilidad financiera y de la inversión y, en consecuencia, la económica. La estructura de flujos con la que opera cada unidad económica constituye su posición financiera. El nivel de solidez o fragilidad financiera de una economía depende del peso relativo de cada tipo de posición financiera en la economía (Minsky 1986).

### Endogeneidad monetaria

La disponibilidad de financiamiento para la inversión es la piedra angular en el trabajo de Minsky. La pregunta central es: ¿cómo genera crédito el sistema financiero para financiar la inversión? Para los poskeynesianos, la respuesta a esta pregunta gira en torno a la endogeneidad monetaria. En términos sencillos, la endogeneidad monetaria plantea que la oferta monetaria no es determinada por el banco central; es más, es imposible que el banco central la determine. Son los bancos privados y las instituciones financieras quienes tienen el poder de determinar la oferta monetaria. Es decir, existe una privatización natural de la oferta de dinero en una economía. Esta es una propuesta diametralmente distinta a la teoría tradicional (Roche 2011).

La mejor forma de explicar las ideas detrás de la endogeneidad monetaria es a través de hojas de balances. La tabla 1 muestra, en términos muy generales, la hoja de balance de un banco común y corriente.

Tabla 1. Balance tipo de un banco

Activos	Pasivos y patrimonio
Créditos emitidos	Depósitos
Reservas	Otros pasivos y patrimonio

Es importante aclarar que las reservas están compuestas por el dinero que los bancos poseen en bóvedas (y en cajeros automáticos) y por sus balances de reserva en el banco central. Los bancos privados tienen cuentas en el banco central iguales a las que la gente tiene en ellos. Esa cuenta del banco privado en el banco central se denomina balance de reserva. Por el lado de los activos, el grueso se suele concentrar en los créditos emitidos. Por el lado de los pasivos, estos se suelen concentrar en los depósitos que son cuentas de ahorro y cuentas corrientes, principalmente.

Existen dos principios fundamentales en la contabilidad financiera. El primero es que los activos siempre serán iguales al pasivo más el patrimonio, por lo tanto, para cualquier cambio en los activos siempre debe existir un cambio igual en los pasivos que lo compense, y viceversa. El segundo es que el activo financiero de *uno* es siempre la obligación financiera de *otro*. Todo lo que representa un activo para una unidad económica necesariamente representa un pasivo para otra unidad económica (Wray 2012).

Cuando una persona se acerca a un banco a pedir un préstamo, el banco revisa su solvencia y si el préstamo es aprobado la hoja de balance del banco tiene el siguiente movimiento:

Tabla 2. Balance de banco 1

Activos	Pasivos y patrimonio
+ Créditos emitidos	+ Depósitos

Por el lado de los activos el banco ha emitido un crédito lo cual es compensado por un incremento de los depósitos en el pasivo. Cuando un crédito es aprobado el beneficiario recibe los recursos en su cuenta de ahorro o corriente. El nuevo depósito creado puede derivar en mayores reservas requeridas cuando la ley lo establece. Cuando existen requerimientos de reservas, estas no deben conseguirse de manera inmediata sino dentro de algunos días o semanas. Cuando las reservas son requeridas los bancos las obtienen del mercado interbancario, comprando reservas a otros bancos con exceso de reservas, o pueden incluso acudir directamente al banco central, usualmente con una tasa de interés de penalización mayor a la del

mercado interbancario. Las reservas no son necesarias para aumentar los pasivos de los bancos. Los bancos primero incrementan sus pasivos y luego buscan las reservas cuando la ley así lo exige. Sin embargo, esto no sucede en todo el mundo, muchos países como Canadá, Australia, Nueva Zelanda o Gran Bretaña no tienen requerimientos de reservas. Sea que la ley exija o no reservas, los bancos siempre mantienen algo de dinero en bóvedas o cajeros automáticos para satisfacer la demanda de dinero físico, cuando la gente se acerca a retirar billetes y monedas (Fullwiler 2013).

Por el segundo principio de la contabilidad financiera, este movimiento en el balance del banco necesariamente debe reflejar un movimiento en alguna hoja de balance de otra unidad económica. El activo financiero creado por el banco (el crédito) necesariamente constituye el pasivo financiero de otra unidad, en este ejemplo se convierte en un pasivo de la persona que recibió el crédito. El movimiento en la hoja de balance de la persona que recibe el crédito es el siguiente:

Tabla 3. Balance del prestatario

Activos	Pasivos y patrimonio
+ Depósito	+ Crédito recibido

Los depósitos en los bancos son activos para las personas que poseen cuentas en estos. El crédito por su parte es un pasivo puesto que constituye la deuda adquirida con el banco. Los movimientos en ambos balances (tablas 2 y 3) suceden de manera simultánea. El resultado de esta operación es que la persona que recibió el préstamo ahora tiene dinero en su cuenta.

Con el dinero recibido del préstamo la persona procederá a gastarlo, por ejemplo, en la compra de bienes. Esto generará un cambio en su balance y por lo tanto en el balance del banco. También en el balance de la persona que venda los bienes y por lo tanto en el balance del banco de esta persona. El cambio en los balances de ambas personas reflejará solamente cambios en los activos. La persona que compra el bien, y que recibió el crédito, verá reducir sus depósitos e incrementar sus bienes, mientras que el vendedor aumentará sus depósitos, pero disminuirá su posesión de bienes.

El cambio en los balances de cada persona es el siguiente:

Tabla 4. Balance del comprador (prestatario)

Activos	Pasivos y patrimonio
- Depósito	
+ Bienes comprados	

Tabla 5. Balance del vendedor

Activos	Pasivos y patrimonio
+ Depósito	
- Inventarios de bienes para la venta	

Esta transacción también se refleja en los balances de los bancos de ambas personas. Antes de observar qué sucede en cada banco es importante saber qué sucede si ambas personas tienen cuentas en el mismo banco. El punto importante es que el banco no necesita hacer ningún movimiento de activos, reservas principalmente, para efectuar la transacción. En este caso, la transacción se reflejaría en el balance del banco de la siguiente forma:

Tabla 6. Balance del banco, registro de la compra/venta

Activos	Pasivos y patrimonio
	- Depósito comprador
	+ Depósito vendedor

Ahora, si ambas personas tienen cuentas en bancos diferentes las transacciones se reflejarán en las reservas de ambos bancos. El banco del comprador transferirá recursos al banco del vendedor, lo que significa que el banco del comprador transfiere parte de sus reservas al banco del vendedor. Si el banco del comprador no posee reservas, en ese momento no existe ningún problema puesto que existen líneas de crédito previamente establecidas entre los bancos y en última instancia el banco con necesidad de reservas las puede adquirir en el banco central. En este caso, el movimiento en los balances de los bancos es el siguiente:

Tabla 7. Balance del banco del comprador

Activos	Pasivos y patrimonio
- Reservas	- Depósito comprador

Tabla 8. Balance del banco del vendedor

Activos	Pasivos y patrimonio
+ Reservas	+ Depósito vendedor

Es preciso notar que en el ejemplo aquí ilustrado no importa si, para la compra, el comprador retiró dinero del cajero, pagó con cheque, con tarjeta de crédito o hizo una transferencia. Los balances se habrían movido de la misma forma independientemente de la manera en la que el comprador haya pagado por los bienes adquiridos.

Una vez analizado este breve y simple ejemplo, cabe preguntarse: ¿de dónde salió el dinero que permitió la transacción y el movimiento de balances ilustrado? La respuesta a esta pregunta la componen los dos principios fundamentales de la endogeneidad monetaria: 1) el dinero es creación de los bancos, no sale de ninguna parte; y, 2) son los créditos los que crean depósitos y no al revés como usualmente se piensa (Fulwiller 2013; Wray 2012).

La cuenta que refleja el depósito fue creada de la nada por el banco, es el resultado natural de la emisión del crédito. Con los avances en las tecnologías de la comunicación e información, la situación es aún más llamativa puesto que para crear la mencionada cuenta que refleja el depósito se necesita simplemente que el banco digite en una computadora el valor por acreditar a la cuenta.

Los bancos no necesitan de depósitos previos, ni dinero en sus bóvedas, ni dinero en cuentas en otros bancos, o en el banco central, para crear dinero. Los bancos no prestan algo que tengan, simplemente crean dinero a discreción, de la nada. Por esto es que la oferta monetaria está privatizada por los bancos (Wray 2012; Roche 2011).

La restricción que tienen los bancos es que ese dinero que crean representa pasivos; por lo tanto, deben garantizar su recuperación. Por esta ra-

zón, el primer requisito para que los bancos tengan éxito es que sus clientes sean solventes, que puedan pagar el crédito que recibieron. Como veremos posteriormente, debido a la incertidumbre inherente a los procesos económicos, la estabilidad de toda una economía puede depender de la solvencia de los clientes; sin embargo, esta no es más que una simple *apreciación* por parte de los bancos.

El otro requisito para el éxito bancario, y para que el sistema económico no caiga en crisis, es la capacidad que tengan los bancos para adquirir reservas, puesto que esto garantiza el sistema de pagos. Como veremos posteriormente, aquí radica la importancia del banco central y de la soberanía monetaria.

### Las posiciones financieras de las unidades económicas: taxonomía de Minsky

Para Minsky, las posiciones financieras de las unidades económicas son de tres tipos: cubierta (*hedge*), especulativa y Ponzi. Estos regímenes financieros están caracterizados por las relaciones existentes entre el dinero disponible para cumplir con las obligaciones y los ingresos esperados provenientes de las cuasi rentas ganadas o de los instrumentos financieros (Minsky 1986).

Foley (2003) plantea una forma bastante ilustrativa para entender qué significa cada uno de estos tipos de posición financiera. De manera muy agregada, la identidad de flujo de dinero de cualquier unidad iguala las fuentes de recursos, provenientes de las cuasi rentas realizadas  $C^2$  y del endeudamiento  $D$ , con los usos de estos recursos en servicio de la deuda  $V$  y la inversión  $I$ :

$$C + D \equiv V + I \quad (5)$$

2 Foley (2003) utiliza el término ingresos operativos netos (que es lo mismo que cuasi rentas) y lo simboliza con  $R$ . El cambio se lo ha hecho para mantener el término cuasi rentas y el cambio de símbolo para no confundir con el utilizado para el tipo de interés en el primer capítulo.

Una unidad en posición financiera *cubierta* es aquella cuyo flujo de ingreso es suficiente para saldar los compromisos contractuales adquiridos, es decir, tiene  $C \geq V + I$ , por lo tanto  $D \leq 0$ . Estas unidades no necesitan de financiamiento externo, no incurrir en mayor endeudamiento porque las ganancias son suficientes para cubrir sus necesidades de inversión y servicio de deuda. Al no estar expuestas al financiamiento externo, estas unidades son relativamente inmunes a la evolución de los mercados financieros y de sus instrumentos, principalmente a los cambios en los tipos de interés. La principal amenaza a la solidez de estas unidades es una caída sustancial de las cuasi rentas, ya sea por caída en los ingresos o una escalada en los costos operativos. Al tener  $C \geq V + I$ , el patrimonio neto de las unidades cubiertas está en constante incremento, y en la medida en que se mantenga como unidad cubierta nunca quebrará ni se encontrará en una situación de fragilidad financiera (Foley 2003).

Las unidades en posición *especulativa* tienen  $C \geq V$  o  $C \geq I$  pero  $C < V + I$ , entonces  $D > 0$ . Esto quiere decir que estas unidades necesitan de financiamiento externo para su funcionamiento. La mayoría de las firmas capitalistas exitosas transitan por situaciones *especulativas* en algún momento de su desarrollo, ya que las oportunidades de invertir suelen superar la capacidad de financiamiento interno, la decisión de invertir es una decisión de tomar endeudamiento. El patrimonio neto de estas unidades se incrementa en la medida que las inversiones se mantengan rentables (ibíd.).

El endeudamiento de estas unidades puede ser necesario para la primera fase de inversión, pero, en la medida que la inversión no genere las cuasi rentas esperadas, estas unidades deberán refinanciar sus deudas. Esto abre la posibilidad de que los ingresos realizados sean menores a las obligaciones de pago en algunos períodos, principalmente en el corto plazo. El refinanciamiento del endeudamiento o la adquisición de nuevo endeudamiento en algunos períodos es una característica particular de las unidades *especulativas*, a pesar de que el valor total del patrimonio sea mayor al monto total del endeudamiento (Minsky 1980b).

Para Minsky, los bancos comerciales son el prototipo típico de una unidad con financiamiento especulativo, porque sus obligaciones son especialmente depósitos a la vista, pero sus ingresos provienen de los

intereses sobre los préstamos realizados, que no suelen ser de corto plazo (Minsky 1986).

El refinanciamiento constante de las deudas hace a estas unidades vulnerables a la evolución de los mercados financieros. Los cambios en los tipos de interés afectan la viabilidad de estas unidades. Afectan sus ingresos provenientes del endeudamiento y afectan sus obligaciones de pago de deudas anteriores. Las unidades *especulativas* contraen deudas para pagar sus deudas pero no necesitan contraer deudas para cancelar los costos operativos; esto las diferencia de las unidades *Ponzi*. El financiamiento *Ponzi* implica que, en algunos períodos, no solamente son las deudas las que no se pueden pagar, sino tampoco los costos de operación. Para las unidades *Ponzi*, los costos también son mayores que los ingresos y esto se cubre con nuevo endeudamiento, lo que provoca que el monto de la deuda esté en constante incremento (Minsky 1980b). “La implicación del término *Ponzi* es que la firma no podrá cubrir sus pagos de servicio de deuda al menos que suceda un milagro” (Kindleberger 2005, 73). Usualmente, las unidades *Ponzi* están relacionadas con actividades fraudulentas.

El hecho de estar en constante requerimiento de fondos provenientes del sistema financiero para saldar deudas y costos de operación hace que las unidades económicas *especulativas* y *Ponzi* sean vulnerables a lo que suceda en el sistema financiero. La principal variable que afecta la viabilidad de estas unidades es la tasa de interés, ya que de esta depende el nivel de endeudamiento. Las unidades *cubiertas*, al no requerir de mayores recursos externos, no son vulnerables al comportamiento de las estructuras financieras (Minsky 1986).

La participación relativa en la economía de cada tipo de unidad determina el grado de fragilidad financiera de un sistema. La existencia de un significativo componente de unidades financiadas de una forma *especulativa* o *Ponzi* es necesaria para que exista inestabilidad financiera. La solidez o fragilidad del sistema financiero depende del tamaño de los márgenes de seguridad y de la probabilidad de que pequeñas perturbaciones sean amplificadas. Mientras más peso tengan las unidades *especulativas* y *Ponzi*, menor será el margen de seguridad general en la economía y mayor la fragilidad de la estructura financiera (Minsky 1980b).

### La transición de la estabilidad a la inestabilidad financiera

Hasta el momento se han desarrollado los principales conceptos y relaciones que sostienen la hipótesis de fragilidad financiera de Minsky. Pero no se ha dicho nada acerca de los mecanismos que hacen que una economía pase de un sistema financiero sólido a uno frágil y posteriormente a una crisis económica. Como se mencionó anteriormente, estos mecanismos son endógenos, es decir, son el resultado natural del funcionamiento de una economía capitalista. Los eventos que desatan una crisis financiera no son perturbaciones externas al sistema si no inherentes al mismo.

De manera general, la fragilidad financiera emerge del exceso de optimismo sobre el futuro, generado por períodos de solidez financiera y estabilidad económica. El buen desempeño económico genera expectativas optimistas sobre el futuro las cuales en algún punto se vuelven demasiado optimistas y subestiman los riesgos. En algún momento, las expectativas no se cumplen y esto provoca que los márgenes de seguridad caigan a niveles insostenibles, que las obligaciones financieras no puedan ser cubiertas, que el sistema financiero deje de proveer el financiamiento respectivo para la inversión, que las firmas no deseen invertir y que tampoco posean activos para cancelar sus costos de producción. En este escenario, las firmas deben cerrar, las quiebras aumentan, la actividad económica se frena, el desempleo aumenta vertiginosamente y hay una crisis económica (Minsky 1978).

Antes de pasar a explicar el proceso brevemente descrito en el párrafo anterior, es necesario exponer con un poco más de precisión dos factores que son característicos de la economía en la lógica poskeynesiana: todas las unidades son buscadoras de ganancias (*profit-seeking*) y el futuro es *incierto*.

El primer punto es definir a todas las unidades como buscadoras de ganancias<sup>3</sup>. Las unidades económicas adquieren activos de capital o financieros porque saben que de estos obtendrán ganancias en el futuro. No importa si la adquisición del activo es para recibir ganancia vía aumento de precios o vía utilización del activo en procesos productivos. Tampoco importa cómo adquieren dicho activo, esto solamente serviría

<sup>3</sup> En realidad, no se necesita que todas lo sean. Con que sea la mayoría de unidades o aquellas que mueven la mayor cantidad de recursos en una economía es suficiente.

para calificar a la unidad como *cubierta*, *especulativa* o *Ponzi*. Cuando existan condiciones que hagan rentable cualquier actividad económica, diferentes unidades querrán participar. Ninguna unidad económica se dedicará a algo en lo que sepa que perderá, por minúscula que sea la actividad o pérdida (Minsky 1992).

El segundo punto clave, quizá el más importante, es proponer que la incertidumbre keynesiana es un hecho de la vida real: el futuro es incierto porque los eventos que transcurren en el tiempo real no obedecen a distribuciones de probabilidad anticipadas. La incertidumbre que impregna la economía se debe a la imposibilidad de asegurar que los modelos, en los que una unidad económica se basa para tomar una decisión, sean validados en el futuro. También se habla de *racionalidad limitada* para hacer referencia a la imposibilidad de que los agentes actúen sobre la base de modelos consistentes que permitan la existencia de equilibrios de expectativas racionales (Minsky 1996).

La corriente principal mantiene de manera insoslayable el carácter de racionalidad de los agentes en sus modelos. La teoría económica toma como base este supuesto a pesar de que no parezca ser consistente con los hechos de la realidad. En la corriente principal, todos los agentes están completamente advertidos de cómo cambiarán las diferentes variables en el futuro y de las implicaciones de largo plazo de dichos cambios. Esto les lleva a tomar decisiones adecuadas, pues conocen con certeza lo que sucederá a futuro. En el peor de los casos, se asume que los valores futuros de las diferentes variables son simplemente una extensión de los valores actuales. Por lo tanto, las tendencias son suficientes para conocer cómo se comportarán las diferentes variables. El principio de racionalidad de la teoría económica ortodoxa es un supuesto *a priori* sobre la forma en la que el mundo debería funcionar, pero no es una descripción de cómo en realidad funciona (Kindleberger 2005).

La proposición de incertidumbre bajo ningún concepto implica que la gente no tenga conocimiento del funcionamiento del sistema económico o que no tenga información para tomar sus decisiones. O que, en su defecto, toda la información disponible sea errónea, por lo que sus decisiones también lo serán. La proposición de incertidumbre plantea

que los elementos que determinan las expectativas de largo plazo dependen de los modelos mentales que tiene la gente sobre cómo funciona y funcionará la economía, pero estos modelos son el resultado de la experiencia y observaciones de lo que sucede y ha sucedido en el mundo real. Por lo tanto, dichos modelos pueden cambiar, de hecho lo hacen, a medida que el tiempo transcurre, la economía se desenvuelve y muchas de las expectativas pasadas son validadas o no en el presente. El cambio de los modelos mentales lleva a reevaluar las expectativas futuras, por lo que existe la posibilidad de que una decisión tomada en el pasado no tenga el resultado que se esperaba al momento de la decisión. El caso heroico de la corriente principal es aquel en el que las condiciones y modelos futuros son siempre los previstos, pero este es solamente uno de los tantos posibles resultados y no el único (Minsky 1996).

#### *El camino ascendente hacia el éxito*

Para que una economía capitalista inicie un ciclo de expansión es necesario partir de una perturbación en el sistema económico que modifique las expectativas hacia unas más optimistas. Este tipo de perturbaciones puede ser de varios tipos: fin o comienzo de una guerra, cambios políticos radicales que alteren el sistema, políticas monetarias expansivas, desregulación financiera, innovación financiera, descubrimientos de reservas de petróleo o de cualquier recurso natural con alta valoración en los mercados, incrementos en los precios de materias primas, devaluaciones no anticipadas, entre otras. Cualquier evento que provoque expectativas más optimistas sobre el futuro económico es válido (Kindleberger 2005).

Para no partir de un evento que pueda parecer forzado, se asume una economía con un desempeño estable por algunos años, entendido como baja inflación y bajo desempleo, en la que los diferentes agentes empiezan a sentir que la economía continuará en dicho estado. La simple expectativa de estabilidad hace que la gente relaje sus precauciones. Esto puede ser, de hecho lo es, disminuir el ahorro y comenzar a consumir más, de a poco pero más. Con el transcurrir del tiempo, en esta economía estable la ratio

consumo-ingreso tenderá a aumentar vía consumo. Como las ganancias están relacionadas directamente al consumo, estas también aumentarán. Que las ganancias aumenten significa que las cuasi rentas, o rendimiento probable, de los activos de capital serán mayores. Por lo tanto, ante los aumentos del consumo, la eficiencia marginal de capital tiende a ser mayor. De a poco, las cuasi rentas recibidas comenzarán a ser mayores a aquellas esperadas, generándose un exceso de cuasi rentas (Minsky 1986).

El exceso de cuasi rentas tiene dos efectos de suma importancia. El primero y más importante es que genera la expectativa de que los nuevos flujos de dinero se mantendrán en el futuro, contribuyendo al optimismo creciente y generalizado con que se inició el período de estabilidad económica. El otro efecto importante es que aumentan los márgenes de seguridad de los que tanto dependen las relaciones financieras tal como lo plantea Keynes (Minsky 1970).

El optimismo creciente de que el exceso de cuasi rentas se mantendrá presiona el precio de los activos al alza. Como se mencionó anteriormente, los activos son valorables y tienen precio debido a que se espera que generen rentas, por lo tanto, dichos precios dependen de las cuasi rentas. Además, dicho optimismo hace que la demanda de bienes de capital aumente, lo que también contribuye a la presión al alza de sus precios (ibíd.).

Por su parte, el aumento de los márgenes de seguridad relaja las estructuras de obligaciones de las diferentes unidades. En el caso de una firma, por ejemplo, el aumento en el precio de sus activos de capital hace que la ratio deuda-patrimonio disminuya lo que disminuye su endeudamiento total. El aumento de ganancias disminuye la ratio deuda-ingreso, lo que reduce las obligaciones de la firma en cada período. De a poco, a medida que el tiempo transcurre, las unidades poseen más riqueza y se encuentran en una situación de mayor solvencia. Esto significa que pueden adquirir nuevo endeudamiento sin modificar su cantidad de activos de capital. El aumento en la riqueza y solvencia aumenta la capacidad de endeudamiento de las diferentes unidades. Incluso si la ratio deuda-patrimonio no se modifica, la valoración del mercado sobre los flujos de dinero generados por los activos de capital sí incrementa; por lo tanto, las unidades poseedoras de activos de capital adquieren poder de endeudamiento (Minsky 1986).

Otro efecto del aumento sostenido de los márgenes de seguridad es que reduce la percepción de riesgos, tanto por parte de prestamistas como de prestatarios. Por una parte, los prestatarios se convierten en poseedores de mayor riqueza lo que disminuye su riesgo. Por otra parte, los prestamistas al observar que la economía se mantiene con un buen desempeño y que sus deudores mejoran sus posiciones también disminuyen las restricciones para ofrecer créditos (Minsky 1980a).

Los márgenes de seguridad determinan el tipo de activos y el nivel de inversión que se financia externamente. Al aumentar los márgenes de seguridad, el nivel de inversión financiada con recursos externos también aumenta. En esta situación, tanto el deseo por financiar la adquisición de activos de capital mediante endeudamiento cuanto el deseo de otorgar dicho endeudamiento por parte del sistema financiero aumentan; consecuentemente, el nivel de inversión también lo hace. El mayor gasto en inversión aumenta las cuasi rentas y el proceso se retroalimenta: más optimismo sobre el futuro y mayores márgenes de seguridad (ibíd.).

El progresivo aumento en los precios de los activos de capital y la expectativa optimista de que dicho comportamiento se mantendrá merman la virtud del dinero como fuente de seguro en forma de liquidez. Este es otro suceso importante de la fase de expansión del ciclo. La estructura de endeudamiento refleja el valor puesto sobre la liquidez en forma de dinero en el momento en que los diferentes contratos de financiamiento son celebrados. Cuando las estructuras de endeudamiento se relajan y resulta más rentable adquirir activos de capital que tener activos líquidos, las diferentes unidades comienzan a transformar sus activos más líquidos en menos líquidos, lo cual es a su vez impulsado por las mejoras en la capacidad de endeudamiento (Minsky 1986).

La disminución de la virtud del dinero como seguro también empuja los precios de los bienes de capital al alza. El deseo de adquirir bienes de capital es mayor al deseo de poseer liquidez, los tenedores de activos líquidos ofrecerán más por los bienes de capital para poder adquirirlos. Para que los precios de los activos se incrementen es necesario que dichos activos se vendan a precios cada vez mayores. Cuando esto sucede se genera la impresión de que los activos de capital pueden ser tan líquidos como el



dinero debido a la facilidad de su venta. Como el dinero, en tanto liquidez, no es percibido como algo necesario las unidades económicas disminuyen progresivamente sus reservas líquidas y las usan en la adquisición de activos rentables. Este aumento en el gasto de inversión contribuye a que el exceso de cuasi rentas se mantenga o aumente, retroalimentando todas las relaciones y el proceso hasta aquí descrito (Minsky 1980a).

El aumento en las expectativas y de los márgenes de seguridad no sería útil si las diferentes unidades no pueden adquirir activos de capital y obtener ganancias de su operación. Cualquier decisión de adquirir bienes de capital debe pasar por adquisición de endeudamiento en el sistema financiero. Por lo tanto, el proceso de expansión descrito no sería posible si el deseo de endeudarse no empatara con el deseo de prestar dinero por parte de las instituciones financieras (Kindleberger 2005).

Los bancos responden al creciente optimismo con más optimismo. Los intermediarios financieros viven en el mismo clima de expectativas que el resto de unidades. El financiamiento de activos de capital rentables se convierte en una actividad rentable, por lo tanto las diferentes instituciones financieras competirán por captar a los interesados en adquirir endeudamiento. Las unidades que operan dentro del sistema financiero, como todas, son también buscadoras de ganancias, por lo tanto querrán participar de cualquier propuesta que ofrezca rentas (ibíd.).

Como se analizó anteriormente, no es necesario que las autoridades aumenten la oferta monetaria y la canalicen a los bancos para que estos puedan solventar la demanda de crédito. Las propias entidades financieras se encargan de crear dinero (Minsky 1986).

La capacidad de los bancos para aumentar el volumen de crédito no es el resultado de una serie de accidentes o sucesos aislados y aleatorios; es el resultado de un continuo desarrollo sistemático de instrumentos financieros que ha acompañado la búsqueda de reducir costos y captar ganancias por parte de los diferentes participantes de los mercados. La expansión monetaria es un fenómeno sistemático y endógeno en lugar de uno aleatorio y exógeno. En los períodos de optimismo generalizado la cantidad de dinero, entendida como medio de pago, aumenta, así la cantidad de billetes y monedas fijada por la autoridad monetaria no lo haga (ibíd.).

Este incremento endógeno de la cantidad de dinero permite financiar la posesión de activos de capital por lo que contribuye a que sus precios aumenten y retroalimenten todo el proceso descrito. Para definir las relaciones entre cantidad de dinero y precio de los activos se establecieron tres tipos: normal, de inflación y de deflación. En este momento se estaría en un escenario de inflación con exceso de cuasi rentas realizadas donde la tasa de aumento de los precios es mayor a la del incremento endógeno de dinero. Poco a poco, a medida que el tiempo transcurre, muchas unidades hacen uso de los diferentes instrumentos financieros para la adquisición de activos y muchas veces los mismos instrumentos financieros se convierten en activos, se comercializan y devienen ganancias (Minsky 1980a).

No solo la innovación financiera es endógena, las ganancias que las alimentan también lo son. La estructura de la economía permite hallar oportunidades de ganancias al financiar activos de largo plazo con endeudamiento de corto plazo. Los bancos se endeudan a corto plazo: reciben depósitos de corto plazo por sus instrumentos creados, o en su defecto, los propios instrumentos fungen de medio de pago, y con estos recursos levantados financian la adquisición de bienes de capital que en su mayoría es financiamiento de largo plazo. La ausencia de dificultades financieras durante un período de tiempo relativamente extendido conduce hacia una economía eufórica donde el financiamiento de largo plazo con obligaciones de corto plazo se vuelve una práctica absolutamente normal para las entidades financieras (Minsky 1970).

Las instituciones financieras relajan su percepción de riesgo ante la tranquila expansión, el aumento de solvencia del resto de unidades y el optimismo generalizado sobre el futuro de la economía. Al encontrar rentable el financiamiento de activos los bancos crean instrumentos financieros para suplir la demanda de crédito y obtener rentas. De esta forma, el sistema financiero se vuelve *el* motor de la expansión económica. El aumento en las expectativas y de los márgenes de seguridad no tendría ninguna incidencia en la economía si es que las diferentes unidades no consiguieran financiamiento que permitiera aprovechar el clima de optimismo. La posibilidad de aumentar el crédito con la creación de dinero endógeno es

trascendental en la fase de expansión y es un proceso gestado en el sistema financiero (Minsky 1978).

El financiamiento externo que alimenta la espiral ascendente no proviene solamente del sistema financiero. Las diferentes unidades pueden emitir títulos, acciones, bonos o cualquier tipo de instrumento para buscar financiamiento a través de particulares en las bolsas de valores. El sistema financiero tiene un rol clave aquí porque de cierta forma certifica la validez de los diferentes títulos; sin embargo, no es la fuente de financiamiento. En períodos de euforia económica, estos activos financieros también se vuelven rentables. Por ejemplo, las acciones de una empresa pueden ser fuente de rentabilidad si una persona las compra barato y vende caro. Dado el clima de exuberancia irracional incluso se puede encontrar financiamiento para este tipo de actividades puramente especulativas. Esto amplificado a toda la economía contribuye al círculo de expansión y euforia económica. Lo mismo ocurre con varios activos de capital: mucha gente se endeuda para adquirirlos y recibir ganancias por la venta futura a un precio mayor y no por utilizarlos en actividades productivas (Kindleberger 2005).

“Las técnicas de financiamiento aceptables no tienen restricciones tecnológicas; estas dependen de las preferencias subjetivas y estimaciones de banqueros y hombres de negocios sobre los diferentes prospectos” (Minsky 1986, 237). La innovación financiera premia a sus mentores, pues les brinda la oportunidad de aprovechar ganancias a través de financiar activos de capital. Las instituciones con mayor innovación financiera serán aquellas que mayores recursos puedan colocar y, por lo tanto, captar las rentas implícitas (Minsky 1986).

La ratio de financiamiento externo sobre interno que se considera aceptable cambia con el tiempo y refleja la experiencia de éxito de las unidades económicas y de la economía con financiamiento vía deuda. Si la experiencia reciente es que las diferentes deudas han sido cumplidas sin problemas, habrá una tendencia a ensanchar las ratios de deuda consideradas *aceptables*. Si la experiencia reciente incluye episodios en las que el endeudamiento representa serias restricciones a las unidades y han existido contratos de deuda no cancelados, entonces habrá una tendencia a disminuir las ratios de deuda *aceptables*. En la fase de expansión del ciclo las ratios de deuda

consideradas aceptables tienden a ensancharse y esto permite obtener más ganancias por la adquisición de activos de capital y su financiamiento. Los puntos de vista actuales sobre el financiamiento reflejan las opiniones de banqueros y prestatarios sobre las diferentes incertidumbres que deben enfrentar. Estos puntos de vista reflejan el pasado, en particular el pasado reciente, y cómo la experiencia es transformada en expectativa. Períodos de éxito provocan que los márgenes de seguridad requeridos disminuyan lo que está asociado a un mayor financiamiento y por ende mayor inversión; períodos de fracasos provocan lo opuesto (*ibíd.*).

Para resumir, el proceso hasta aquí descrito es el siguiente: cualquier evento que provoque un cambio hacia expectativas más optimistas sobre el futuro económico, como un período de estabilidad económica, relaja las precauciones tomadas por las diferentes unidades económicas lo que deviene en mayor consumo. Las ganancias están relacionadas con el consumo por lo que estas aumentarán provocando un exceso de cuasi rentas. El exceso de cuasi rentas disminuye el valor de la liquidez como seguro y aumenta los márgenes de seguridad lo que deviene en mayor poder de endeudamiento. El otro efecto del exceso de cuasi rentas es que el precio de los activos de capital aumenta también. La mayor capacidad y deseo de endeudamiento, para adquirir activos con precios crecientes, empata con el deseo de prestar dinero por parte de las instituciones financieras que encuentran posibilidades de ganancias en el financiamiento de estas actividades. Para hacerlo, generan una serie de instrumentos financieros que cumplan la función de dinero y les permitan expandir el crédito para suplir la creciente demanda de financiamiento. La expansión del crédito permite que la demanda de activos mantenga su ritmo creciente y también contribuye a que los márgenes de seguridad continúen ensanchándose. Esto continúa presionando los precios de los activos al alza y aumentando el exceso de cuasi rentas. El creciente exceso de cuasi rentas, el creciente aumento de los márgenes de seguridad y el creciente aumento de los precios de los activos de capital se siguen alimentando por la innovación financiera; el resultado es crecientes expectativas optimistas sobre el futuro y el proceso se retroalimenta endógenamente generando un patrón ascendente hacia un éxito que parece infinito.

Se crea una euforia económica, un período de *exuberancia irracional*, donde muchos predicen que el crecimiento será perpetuo y algunos se animan a decir que las recesiones no volverán. “Las autoridades monetarias, los oficiales de gobierno, banqueros, hombres de negocios, e incluso los economistas creen que una nueva era ha llegado” (Minsky 1986, 237). Los aumentos en los precios de los activos contribuyen a que el consumo e inversión también aumenten, lo que a su vez lleva a una aceleración del crecimiento económico. El incremento en las tasas de crecimiento induce a las diferentes unidades a ser más optimistas sobre el futuro y los precios de los activos crecen a tasas mayores. Este círculo aparentemente virtuoso lleva a que la economía caiga en el síndrome de *esta vez es diferente*:

The essence of the *This Time is Different Syndrome* is simple. It is rooted in the firmly-held belief that financial crises are something that happen to other people in other countries at other times; crises do not happen here and now to us. We are doing things better, we are smarter, we have learned from the past mistakes. The old rules of valuation no longer apply. The current boom, unlike the many previous booms that preceded catastrophic collapses (even in our country), is built on sound fundamentals, structural reforms, technological innovation, and good policy. Or so the story goes... (Reinhart y Rogoff 2009, 1).

[La esencia del *Síndrome de Esta Vez es Diferente* es simple. Está basado en la creencia firmemente arraigada de que las crisis financieras son algo que sucede a otras personas en otros países en otras épocas; las crisis no nos suceden a nosotros aquí y ahora. Estamos haciendo las cosas mejor, somos más inteligentes, hemos aprendido de los errores pasados. Las viejas formas de valoración no aplican más. La actual fase de expansión, a diferencia de las muchas anteriores que precedieron a colapsos catastróficos (incluso en nuestro país), se sostiene sobre sólidos fundamentales, reformas estructurales, innovaciones tecnológicas y buenas políticas. O así más o menos se cuenta la historia...]<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Traducción propia.

A pesar de que las autoridades y muchos académicos reconocen que algo excepcional está sucediendo en la economía y que tienen conocimiento de desastres económicos anteriores, tienen explicaciones extensivas para sustentar que esta vez es diferente. Se ignora la experiencia de que el sistema económico tiene patrones de movimiento cíclico, esto es que,

al progresar el sistema, por ejemplo, en dirección ascendente, las fuerzas que lo empujan hacia arriba al principio toman impulso y producen efectos acumulativos unas sobre otras, pero pierden gradualmente su potencia hasta que, en cierto momento, tienden a ser reemplazadas por las operaciones en sentido opuesto; las cuales, a su vez, toman impulso (...), decaen y dejan sitio a sus contrarias (Keynes 1936, 299).

Las posibilidades de que se esté gestando una economía especulativa que lleve a una manía y burbujas son subestimadas. A pesar de que el período de expansión lleva a una economía con desempleo a una de pleno empleo, el proceso creado no parará cuando el pleno empleo sea alcanzado, sino que continuará y conducirá a la economía a un *boom* especulativo. Fácilmente una economía con una fase de tranquila expansión se puede transformar en una economía eufórica con el consecuente riesgo de entrar a una fase descendente del ciclo económico (Minsky 1986).

#### *La historia del desastre*

“[E]n un mundo de incertidumbre (...) el funcionamiento exitoso de una economía con una sólida estructura financiera inicial lleva a que dicha estructura sea más frágil a medida que el tiempo transcurre” (Minsky 1986, 237-238).

Las cuasi rentas recibidas por la posesión de activos de capital dependen del desempeño económico. En un ambiente de expansión económica, las cuasi rentas tienden a ser cada vez mayores y los pagos de las obligaciones adquiridas se cumplen sin problemas. En un mundo dominado por unidades *cubiertas*, y donde la liquidez tiene escaso valor porque abunda, la

relación entre tasas de interés de corto plazo y cuasi rentas de largo plazo permite oportunidades de ganancias financiando activos de capital de largo plazo vía endeudamiento de corto plazo por algunas razones. En primer lugar, en una economía con amplias ganancias y un sistema financiero sólido, las tasas de interés de corto plazo serán significativamente menores que la tasa de ganancia por la posesión de activos de capital. En segundo lugar, los pagos de interés y principal del endeudamiento de largo plazo, que están sincronizados con las cuasi rentas esperadas, serán menores a dichas cuasi rentas. Por último, el tipo de interés de corto plazo es menor al de largo plazo utilizado por las unidades que prefieren financiarse de manera *cubierta*. Por estas razones, resulta rentable financiar posiciones de largo plazo con obligaciones de corto plazo. Esta es una característica fundamental de los bancos e intermediarios financieros que se acentúa en épocas de auge económico. Esta estructura induce a las unidades a optar por financiamiento especulativo: el financiamiento de activos de largo plazo con deuda de corto plazo abre la puerta a la posibilidad de que, en algún período, los pagos de obligaciones no estén sincronizados con los ingresos y sea necesario el refinanciamiento de la deuda o emitir nueva deuda (Minsky 1986).

En este entorno, las unidades que no participan de la intermediación financiera también tienen incentivos para adoptar formas de financiamiento especulativo. Como se ha expuesto, el clima de optimismo generalizado induce a que las unidades contraigan mayor endeudamiento ante la expectativa de éxito. Inicia así un proceso en el que se sobredimensiona el dinero-futuro y esto deriva en mayor demanda de dinero-presente. Una vez que las obligaciones financieras son hechas, estas no pueden ser desechadas excepto a algún gran costo. El clima de optimismo hace creer que el dinero-futuro llegará y será capaz de suplir el compromiso adquirido por dinero-presente; las diferentes unidades se deciden por posiciones *especulativas* (Minsky 1978).

La existencia de este tipo de oportunidades de ganancia crea un comportamiento de *hacer camino al andar*. Los recursos necesarios para cancelar las obligaciones de pago contraídas se van levantando a medida que su vencimiento llega. Se busca la forma de cancelar estos pagos al momento

de su vencimiento, pues los flujos de ingreso aún no son suficientes para cancelarlos. La principal fuente de estos recursos es el refinanciamiento de las obligaciones o nueva deuda. De esta forma, las unidades económicas empiezan a requerir cada vez de más cuasi rentas para saldar el endeudamiento que están adquiriendo. Esto no supone problemas, pues, en un clima eufórico, los prestatarios tienen la expectativa de que los ingresos futuros serán mayores y permitirán saldar las deudas. Este comportamiento de financiamiento especulativo genera una transición de una economía sólida a una frágil. Las unidades *especulativas* comienzan a adquirir más peso relativo en la economía. Este proceso es uno de los factores fundamentales que inyecta fragilidad en las estructuras financieras y es un fenómeno endógeno (Minsky 1992).

El éxito sostenido hace que las posibilidades de fracaso no sean tomadas en cuenta. La disminución de los riesgos provoca que las instituciones financieras incluso otorguen créditos hacia actividades que antes no hubieran estado dispuestas a hacerlo. En este clima de euforia económica hasta las unidades responsables con financiamiento *cubierto* pueden caer en expectativas irreales que terminen por socavar su solidez inicial. Las relaciones financieras existentes en una economía eufórica llevan a una situación donde el financiamiento especulativo es cada vez mayor (Minsky 1970).

Una vez que la mayoría de unidades se encuentra en posiciones de financiamiento especulativo y que el endeudamiento ha comenzado a crecer a tasas mayores que el precio de los activos, de las ganancias y de la cantidad de activos, el sistema es propenso a una crisis financiera y económica. Incluso si los tipos de interés no se modifican, la ratio de pago de obligaciones-ganancias se incrementa, contribuyendo de manera progresiva al sobre endeudamiento de las diferentes unidades económicas. En este punto las unidades en su mayoría no caen en cuenta de que están sobre endeudadas, pues mantienen la expectativa de que las cuasi rentas futuras permitirán saldar las deudas adquiridas. Cuando el financiamiento especulativo y el sobreendeudamiento se esparcen por la economía el sistema cae a un estado de fragilidad financiera, pero no de crisis. Para que esta se desencadene, se necesita de un evento disruptivo de la euforia económica (Minsky 1980a).

El comportamiento de la economía durante los períodos de expansión puede derivar en manías y burbujas<sup>5</sup>. El quiebre en la euforia económica significa la interrupción de una manía y posterior explosión de una burbuja. La interrupción de una manía es el cambio en las expectativas de unas optimistas a unas no tan optimistas e incluso a unas pesimistas. La explosión de una burbuja es la paralización de la tasa de crecimiento de los precios de los activos e incluso la conversión a tasas de crecimiento negativas, es decir, deflación. Este quiebre ocurre cuando existen revisiones a la baja de las diferentes relaciones de valor presente puestas sobre los diferentes activos, lo cual es una consecuencia del incremento progresivo de la ratio deuda-ingresos. Usualmente esto ocurre después de que: 1) el período de euforia económica e incremento de precios de los activos deriva en aumentos de salarios y de precios en general donde se incluyen los insumos del proceso productivo, es decir, inflación; y, 2) la demanda por financiamiento especulativo deriva en aumentos de las tasas de interés. Estos eventos reducen los márgenes de seguridad y merman la habilidad para cumplir las obligaciones contraídas en el pasado. Estas perturbaciones negativas para la euforia económica son enteramente endógenas al proceso (ibíd.).

El mecanismo que lleva a la inflación es sencillo: las mayores ganancias derivadas del proceso de expansión presionan al alza de los salarios y por lo tanto de los factores de producción, lo que de a poco se esparce por el resto de la economía. La subida general de precios deriva en aumentos del costo de oferta de la inversión que, como se mencionó en su momento, es uno de los factores determinantes de la inversión (Minsky 1978).

El aumento en el precio oferta de la inversión también significa una disminución de los ingresos disponibles, lo que aumenta la ratio deuda-ingresos. A pesar de que la inflación impacta negativamente en las diferentes unidades no es el evento disruptivo que más daño causa. Usualmente es la subida de los tipos de interés lo que hace que la crisis estalle (ibíd.).

5 Las manías económicas están asociadas a los períodos de euforia económica en la fase de expansión del ciclo económico cuando las expectativas sobre el futuro están sobre estimadas. Una burbuja, por su parte, implica un comportamiento no sostenible de cambios en los precios o flujos de dinero. El término "burbuja" es un término genérico para el incremento de los precios de los activos en la fase de manía del ciclo económico.

En el mundo real existen activos de capital, los cuales pueden ser comercializados, y son financiados a través de deuda y patrimonio. Esta estructura de financiamiento crea una extensa red de obligaciones de pago derivada del financiamiento de los diferentes proyectos de inversión. Por lo tanto existe una demanda de dinero para cancelar las deudas establecidas en los diferentes contratos de financiamiento. Ya que los flujos de dinero devenidos de los activos de capital son inciertos, las diferentes unidades requieren de dinero o de instrumentos financieros de fácil negociación que provea cierto margen de seguridad para cumplir sus obligaciones. La falta de sincronización entre pagos de obligaciones y flujo de ingresos es una característica de las unidades especulativas por lo que existe una demanda por instrumentos financieros de fácil negociación. Nace una jerarquía de activos líquidos que permiten suplir los requerimientos de dinero o que cumplen la función de medio de pago. Este proceso resulta en una compleja red de obligaciones financieras que depende de la capacidad de las diferentes unidades para poder tomar deuda a tasas de interés que sean consistentes con las ganancias de sus activos de capital. Estas relaciones financieras se sostienen en la fe de que existirá refinanciamiento vía deuda de corto plazo. Sin embargo, una vez que una manía se ha desatado, y las unidades especulativas abundan, el volumen demandado de fondos e instrumentos financieros de fácil negociación se incrementa constantemente en el tiempo. En algún punto, la demanda de estos fondos crece a un ritmo más rápido que la oferta, y la innovación financiera no es capaz de generar todos los recursos demandados. Cuando el deseo por liquidez es mayor a la liquidez existente el precio de dicha liquidez, esto es, la tasa de interés, aumenta (Minsky 1986).

La euforia conduce a una demanda de financiamiento cada vez mayor. Dicha demanda creciente debería elevar el precio del financiamiento, es decir, la tasa de interés, al menos que la oferta sea lo suficientemente grande (infinita en el extremo) como para contenerla a los precios existentes. Por lo tanto, en términos de financiamiento de la inversión, una oferta de financiamiento infinita existirá si, y solo si, el sistema bancario tiene el deseo y la capacidad de proveer todo el financiamiento demandado para las diferentes inversiones. Por varias razones (como el patrimonio limitado

de los bancos, la reducción de sus reservas, las acciones de la autoridad monetaria para reducir la oferta monetaria), la oferta de financiamiento de los bancos se vuelve menos que infinita. Esto significa que, después de un período de tiempo con condiciones de financiamiento favorables, el costo de ofrecer financiamiento se puede incrementar, lo que equivale a decir que las tasas de interés de corto plazo se pueden volver muy altas de manera repentina. Esto ocurre cuando el ritmo de crecimiento de la demanda de financiamiento supera el ritmo de crecimiento de la innovación financiera. Cuando el deseo por recursos supera la capacidad del sistema para generar instrumentos financieros capaces de cubrirlo, la tasa de interés subirá. El efecto más importante de la subida repentina de las tasas de interés es que la ratio deuda-ingreso se dispara (Minsky 1980b).

El incremento de las tasas de interés también impacta negativamente en los ingresos. Como se mencionó en su momento, el precio oferta de la inversión también depende de los tipos de interés para las unidades *especulativas* y *Ponzi*. Estas utilizan financiamiento de corto plazo para cancelar los costos de producción en aquellos períodos donde no hay sincronización entre cuasi rentas recibidas y pago de obligaciones. Por lo tanto, si un proyecto de inversión con financiamiento especulativo (como el de la mayoría de unidades en el escenario descrito) se encuentra en curso, la subida de interés afectará directamente el costo de inversión, presionando los ingresos a la baja y contribuyendo también al alza de la ratio deuda-ingreso (ibíd.).

Los mecanismos que gestan estos eventos disruptivos son puramente endógenos al sistema. La principal consecuencia es que la eficiencia marginal del capital comienza a decaer: los rendimientos probables empiezan a ser menores y el costo de producción mayor. Esto se traduce en un aumento progresivo de la ratio deuda-ingreso en el tiempo lo que influye en las expectativas y variables que alimentan y retroalimentan el proceso de euforia. Las fuerzas que impulsan al sistema en dirección ascendente comienzan a operar en sentido opuesto (Minsky 1986).

A medida que la ratio deuda-ingreso aumenta, muchas de las unidades asimilan que su endeudamiento empieza a superar sus ingresos por encima de lo esperado, por lo que requieren cada vez de más endeudamiento para saldar sus obligaciones. Varias unidades endeudadas reconocen que,

al ritmo que avanza su estructura de endeudamiento, las obligaciones no podrán ser cubiertas. Empiezan a ajustar sus nuevas percepciones sobre el futuro a través de menos gasto en inversión de tal forma que tengan el suficiente dinero para cancelar sus obligaciones o incrementar el ahorro (Minsky 1980b). Así como el aumento del gasto es uno de los primeros pasos para generar una euforia económica, su disminución es de los primeros para la contracción.

La disminución en el gasto y consumo influye de manera negativa en las ganancias. A medida que las ganancias son menores y no hay signos de recuperación, las diferentes unidades económicas revisan a la baja el valor presente puesto sobre sus diferentes activos. La primera consecuencia es que las cuasi rentas esperadas comienzan a ser menores con el transcurrir del tiempo. Esto significa que la ratio deuda-ingreso, que comenzó a aumentar por los eventos disruptivos mencionados, tiene otra razón más para seguir aumentando. De esta forma, el proceso, ahora de contracción, comienza a retroalimentarse de manera progresiva (Minsky 1978).

La revisión a la baja de las cuasi rentas, que no es más que menos ingresos futuros esperados, reduce el precio de los activos y disminuye los márgenes de seguridad, exactamente lo contrario que cuando se espera un exceso de cuasi rentas. Así como la expectativa de mayores cuasi rentas futuras presiona los precios actuales de los activos al alza, la expectativa contraria los presiona hacia abajo. Si los precios no alcanzan los niveles esperados, el patrimonio realizado será menor al esperado y la ratio deuda-patrimonio aumentará. Cuando la fase de expansión se convierte en una manía o *boom* especulativo, y el período ascendente del ciclo se aproxima a su final, las ratios de endeudamiento aumentan debido a que las unidades adquieren más y más deuda para financiar la adquisición de activos de capital. Sin embargo, una vez que las expectativas han cambiado y las unidades han revisado el valor presente de sus diferentes adquisiciones, las ratios de endeudamiento se mantienen en aumento, pero ya no debido a más deuda sino a menos ingresos y menos patrimonio derivado de las menores cuasi rentas (Minsky 1986).

Cuando los precios de los activos empiezan a caer, o hay una pausa en el ritmo de su crecimiento, y las ganancias en cada período son menores,

los márgenes de seguridad caen. El aumento en la ratio deuda-patrimonio y deuda-ingreso no solo significa que el monto global de la deuda aumenta (deuda-patrimonio), sino también que aumenta la probabilidad de incumplir las obligaciones en algún período (deuda-ingreso). Cuando el patrimonio y los ingresos comienzan a caer, sin necesidad de que se modifique la posesión de activos, la solvencia de las diferentes unidades tiende a ser menor. La caída en los márgenes de seguridad y el menoscabo de solvencia lleva a la pérdida de poder de endeudamiento, lo que se suma a las dificultades por conseguir financiamiento. El proceso es justamente análogo al de la fase de expansión donde el aumento en el precio de activos y cuasi rentas otorgaba poder de endeudamiento a las unidades económicas (Minsky 1980b).

Para las posiciones especulativas, no acceder a financiamiento significa no poder cancelar sus deudas contraídas en el pasado. Por lo tanto, la ratio deuda-ingreso se mantiene o incrementa, retroalimentando el proceso que lleva a la pérdida de capacidad de endeudamiento. A medida que los ingresos y el patrimonio caen, los niveles de endeudamiento *aceptables* también caen. Esto significa que tanto prestamistas como prestatarios aumentan los márgenes de seguridad requeridos para los contratos financieros lo que implica más dificultades para conseguir financiamiento (Minsky 1980a).

Ante la imposibilidad de refinanciar o emitir deuda para cancelar las obligaciones, muchas unidades económicas empiezan a caer en serias dificultades para poder cumplir sus obligaciones de pago. Los prestamistas comienzan a incurrir en pérdidas y reconocen que los riesgos tomados en el pasado son demasiado amplios, por lo que buscan de manera ansiosa recuperar los préstamos realizados. Los prestamistas se vuelven renuentes a brindar nuevos créditos y a refinanciar los ya realizados, lo que dificulta aún más la posición financiera de las unidades económicas. Aparece así un proceso de contracción del crédito que retroalimenta el proceso de contracción económica, pues impide que las unidades adquieran el dinero para refinanciar sus deudas (Kindleberger 2005).

Si la expansión del crédito fortalece la espiral ascendente en el período de euforia económica, la contracción de este alimenta la espiral descendente en el período de contracción. En esta fase del ciclo, las instituciones

financieras responden al pesimismo de las diferentes unidades con más pesimismo. Los márgenes de seguridad se han reducido y los riesgos se han disparado por lo que los bancos se muestran renuentes a dar nuevo financiamiento y elevan los estándares para nuevos créditos. El flujo entre menos financiamiento y quiebras no es unidireccional. El pesimismo de los bancos aparece también porque comienzan a incurrir en pérdidas debido a los créditos que no pueden cobrar. Como el deseo por liquidez comienza a crecer, muchas de las unidades que depositaron su dinero a corto plazo en los bancos lo retiran, pero, como los bancos han usado esos recursos en préstamos de largo plazo, no siempre pueden cancelar sus deudas con los depositantes. El riesgo de quiebras bancarias, como del resto de unidades, es un hecho. Además es usual que, en los períodos de euforia económica, los bancos se alejen de su función de intermediarios financieros y se conviertan en inversionistas. De esta forma entran al negocio de la adquisición de activos de capital en busca de rentas, puesto que la relación entre tipos de interés y rentas del capital lo permiten. El carácter especulativo de los bancos rebasa la intermediación financiera y estos forman parte de las unidades especulativas dedicadas a la inversión en activos de capital. La contracción repentina del crédito retroalimenta el proceso de contracción fomentando la espiral descendente de la economía (Minsky 1986).

Existe otro grave problema con la pausa en el crecimiento de los precios de los activos y el aumento repentino del endeudamiento. El problema es que, en este escenario, muchas unidades se convierten en vendedoras ansiosas de activos, alimentando las fuerzas de contracción económica. El siguiente ejemplo que toma un incremento en la tasa de interés como medida de aumento del endeudamiento sirve para ilustrar la idea: si el precio de la vivienda aumenta a razón de 12% anual y la tasa de interés es del 8% anual, una persona puede endeudarse a inicio del año para comprar la vivienda y venderla a final del año obteniendo una ganancia. Sin embargo, si durante ese año la tasa de interés pasa del 8% al 15% anual, ni siquiera la venta de la vivienda a final del año será suficiente para cancelar la deuda. Las unidades, al caer en cuenta de que estarán en problemas, optan por vender el activo, en este caso la vivienda, antes de que sea demasiado tarde y el endeudamiento sea mayor. Cuando varias unidades se encuentran en

esta situación, y la mayoría desea vender el activo, el resultado es una presión a la baja de los precios, pues el deseo por deshacerse de estos es mayor al deseo por adquirirlos. Si es que el solo incremento de la tasa de interés ya ponía en aprietos a las unidades económicas, la caída en el precio de los activos solamente empeora su situación. El ejemplo planteado aquí es válido para acciones, bonos, cualquier instrumento financiero transable y también para la inversión en general. El incremento en la tasa de interés es uno de los principales eventos disruptivos de una euforia económica y sus consecuencias son devastadoras para las diferentes unidades esperanzadas en cuasi rentas futuras crecientes (Kindleberger 2005).

En un escenario de deflación, la liquidez vuelve a ser la única fuente segura para guardar valor. Se inicia así una fase de ansiedad por liquidez. La caída de precios de los activos ante la ansiedad por venderlos hace que el dinero sea el único activo que se espera que guarde valor. En el período de euforia, la liquidez parecía infinita; sin embargo, cuando la euforia termina, la liquidez parece desaparecer ya que nadie está dispuesto a deshacerse de esta. Esto contribuye al aumento de los tipos de interés y presiona el precio de los activos a la baja, retroalimentando todas las relaciones descritas al momento (Minsky 1970).

El período de euforia económica se transforma en uno de angustia financiera. Las ganancias de las diferentes unidades caen hasta generar pérdidas significativas y la posibilidad de incumplir las obligaciones contraídas en el pasado es una realidad cada vez más asfixiante. Las unidades económicas se encuentran en un punto donde no pueden cancelar ni los intereses ni el principal de sus obligaciones. En un sistema donde la mayoría de unidades ha caído en financiamiento especulativo las expectativas de menores cuasi rentas significa que el dinero-futuro esperado no alcanzará para cumplir las obligaciones adquiridas en el pasado, los flujos necesarios para cumplir con el endeudamiento adquirido no podrán ser cubiertos con los ingresos futuros. Estas unidades, que ya requerían de refinanciamiento para saldar sus deudas, basadas en la fe de que en el futuro próximo sus ingresos harían disminuir la ratio deuda-ingreso, se dan cuenta que esto no sucederá. Si a esto se le adiciona que los costos de producción también han subido, muchas unidades en posición especulativa caen a posición *Ponzi* (Minsky 1986).

Cuando las expectativas pasan de optimistas a pesimistas, se genera una especie de cascada en la posición de las unidades: muchas *cubiertas* caen a *especulativas* y muchas *especulativas* a *Ponzi*, lo que contribuye a que el sistema sea cada vez más frágil. En la fase de euforia, el financiamiento parece infinito, pero cuando las expectativas son pesimistas, el financiamiento desaparece y esto hace que las unidades especulativas y *Ponzi* simplemente no puedan cancelar sus obligaciones y quiebren (Minsky 1980b).

Cuando una unidad decide adquirir endeudamiento para un proyecto de inversión con largos períodos de gestación, necesita que los fondos requeridos para saldar las obligaciones contraídas provengan de fuentes internas o externas en el futuro. Cuando los banqueros y la gente dedicada a los negocios deciden tomar financiamiento especulativo o financiar inversión vía déficit, deben asumir que los mercados financieros funcionarán de tal forma que se pueda emitir deuda o vender los activos de capital en términos de que el costo de inversión no sea mayor al valor de los activos de capital. En un mundo de incertidumbre, es imposible garantizar dichas condiciones futuras y, cuando esto no sucede, la historia es simple: las unidades no pueden cumplir sus obligaciones, están sobreendeudadas, las quiebras se incrementan, la actividad económica se ralentiza y el desempleo se incrementa, es decir, hay una crisis económica (Kindleberger 2005).

Los eventos disruptivos y sus consecuencias, descritos hasta aquí, están estrechamente relacionados. Inflación, incrementos en las tasas de interés, caída de las cuasi rentas esperadas, disminución en los precios de los activos, ansiedad por liquidez, disminución de los márgenes de seguridad, incremento de los riesgos, contracción del crédito y expectativas pesimistas sobre el futuro están estrechamente relacionados. Cada uno de estos y su influencia sobre el resto de las variables alimentan y retroalimentan el proceso de contracción económica.

Las diferentes unidades, pero principalmente los hombres de negocios y bancos, deben decidir cómo utilizar sus activos de capital, pero también deben decidir cómo y cuándo expandir su posesión de activos. Mientras que la utilización de las actuales existencias viene determinada por los precios, costos y ganancias de corto plazo (seis meses, uno o dos años), la decisión de expandirlas viene determinada por las expectativas de ganancia



futuras de mucho mayor horizonte (cinco, diez, veinte o cuarenta años). Este horizonte lejano implica que la incertidumbre, en el sentido de que las decisiones deben ser tomadas sobre la base de conjeturas sobre la situación económica y política del futuro, las cuales no pueden estar definidas por cálculos de probabilidad, juega un rol esencial en la determinación de una parte de la actual demanda efectiva que se deriva del comportamiento de la inversión y del que depende el desempeño económico. Al entender a la incertidumbre como un hecho de la vida real se puede comprender cómo las economías capitalistas tienden a una fragilidad financiera endógena que rompe la supuesta coherencia de los mecanismos de mercado (Minsky 1980c):

The proposition that a decentralized market yields a coherent result has not yet been shown to hold for an economy where money is represented by contracts created through banking processes, and capitalist financial practices are required to support the purchase of expensive, long-lived capital assets. This is not surprising, since a Keynesian analysis of the interaction among money creation, asset pricing, and investment in the development of the economy through time indicates that the behavior of profit-seeking firms, banks, and households that own wealth would tend to disrupt coherence.

(...)

Significant incoherence occurs because market processes do not assure that effective demand always will be sufficient to yield profit flows large enough to enable *bankers* and *businessmen* to fulfill their commitments on debts, and the market reaction to such shortfalls of cash flows tends to markedly depress asset values. In addition, when effective demand is sufficient to achieve and sustain full employment, the easy fulfillment of obligations on debt instruments yields market signals that lead to a rise in investment, and a rise in profits, employment, and income. Market processes transform a coherent full employment into the incoherence of an investment and financial boom. (Minsky 1980c, 21 y 26)

[La proposición de que un mercado descentralizado conduce a resultados coherentes aún no ha sido demostrada para una economía donde el dinero está representado por contratos creados a través de procesos bancarios, y donde se requieren prácticas financieras para la compra de activos de capi-

tal de largo plazo y caros. Esto no sorprende, ya que el análisis keynesiano de la interacción entre creación monetaria, determinación de precios de los activos e inversión en el desarrollo de la economía a través del tiempo indica que el comportamiento de firmas, bancos y hogares poseedores de riqueza tiende a quebrar la coherencia.

(...)

La significativa incoherencia del sistema de mercado ocurre porque los procesos de mercado no aseguran que la demanda efectiva sea siempre suficiente para redituar flujos de ganancia lo suficientemente grandes para permitir a *banqueros* y *hombres de negocios* cumplir con sus obligaciones de deuda, y la reacción del mercado a la contracción de dichos flujos tiende a deprimir el valor de los activos marcadamente. Adicionalmente, cuando la demanda efectiva es suficiente para alcanzar y sostener el pleno empleo, la facilidad para cumplir con las obligaciones de endeudamiento genera señales de mercado que conducen a incrementos en la inversión, y a incrementos en ganancias, empleo e ingreso. Los procesos de mercado transforman la coherencia del pleno empleo en la incoherencia de un *boom* financiero y de inversión]<sup>6</sup>.

A pesar de que la economía capitalista genera inestabilidad financiera de manera endógena, existen mecanismos institucionales y de política que evitan que las economías estén en un constante ciclo de euforia y caos. Para entender el desempeño económico es absolutamente necesario al menos proponer un marco de ideas institucionales que terminan influyendo en la economía y los ciclos económicos.

### Dinámica institucional e implicaciones de política

La existencia de oportunidades de ganancias y mejores expectativas futuras no significa que un patrón de fragilidad financiera se gestará de manera inmediata. El proceso por el cual una economía pasa de un sistema financieramente sólido a uno frágil toma su tiempo. Además se necesita de un entorno institucional propicio para la transición de las fases de expansión a euforia y posterior contracción.

<sup>6</sup> Traducción propia.

*Aspectos institucionales del proceso de fragilidad financiera endógena*

Para que los procesos de fragilidad financiera tengan lugar, es necesario un marco institucional propicio para que se desarrolle. Cuando las instituciones requeridas para dicha transición no existen o son débiles el proceso de fragilidad financiera puede ser inexistente<sup>7</sup>.

Las obligaciones de pago sobre la deuda privada y las cuasi rentas que se espera que generen los activos de capital se van modificando de manera paulatina en el tiempo, nunca de manera inmediata. Por lo tanto, los márgenes de seguridad y los riesgos tanto de prestamistas como de prestatarios evolucionan también de manera paulatina. El ritmo de evolución de estas variables impone límites a la rapidez con la que las oportunidades de ganancias son explotadas vía la administración de endeudamiento (Minsky 1986).

Otra barrera para la rápida explotación de las oportunidades de ganancias, y los diferenciales entre tipos de interés y rentabilidad de activos, es que deben existir instituciones capaces de absorber el endeudamiento deseado por los dueños de los activos de capital. Esto radica en el sistema financiero ya que es necesaria una expansión del crédito para que las expectativas optimistas se transformen en euforia. Por lo tanto, el deseo de endeudamiento de los dueños de capital debe empatar con la capacidad y el deseo del sistema financiero para ofrecer créditos. Este no es un proceso fácil y mucho menos de rápida gestación en el tiempo. Los bancos y demás organismos dedicados a la intermediación financiera siempre están buscando innovar los instrumentos financieros; sin embargo, la ortodoxia y el comportamiento conservador pueden formar una barrera para la asimilación de la innovación, actuando así como una seria restricción a la capacidad de levantar recursos para los intermediarios financieros (ibíd.).

En los períodos de euforia no solamente el sistema financiero formal, aquel que tiene acceso a las reservas del banco central, compite por captar

<sup>7</sup> Las instituciones son restricciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción política, social y económica. Por lo tanto, estructuran la interacción humana. Las instituciones pueden ser de *tipo formal*, como las leyes, las normas, la constitución, los derechos de propiedad, y de *tipo informal*, como los códigos de conducta, las costumbres, los tabúes. Pueden ser entendidas como las reglas de juego de una sociedad. Las instituciones proveen la estructura de incentivos en una economía y la evolución de dicha estructura da forma al desempeño económico (North 1990).

la demanda de crédito. Las cosas marchan tan bien cuando la economía se encuentra en su período de euforia que una serie de instituciones financieras nuevas, sin acceso al banco central, logran captar demanda de crédito. Por ejemplo, en Estados Unidos, la desregulación financiera iniciada desde los años setenta dio cabida a una serie de instituciones de este tipo que alcanzaron su cúspide en la recesión de 2008. Esta parte del sistema financiero se dio a conocer como banca de las sombras (*shadow banking*, en inglés), debido a su condición de informalidad en el sentido de funcionar igual que un banco, pero sin tener acceso al banco central (Wray 2012).

La banca de las sombras adquiere especial importancia en los períodos de euforia económica. Sus depósitos parecen igual de seguros que los depósitos del sistema financiero formal; sin embargo, esto se debe al exceso de optimismo por parte de todas las unidades económicas. Los pasivos de la banca de las sombras se convierten en pasivos igual de seguros que aquellos de la banca formal porque *lo han sido* en el período precedente a la euforia y no porque en realidad lo sean. Las agencias de riesgo cumplen un rol fundamental, pues son quienes califican la idoneidad de una u otra institución financiera. En épocas de euforia, las agencias de riesgo también disminuyen sus percepciones de riesgo y la banca de las sombras aparenta ser igual de segura que la banca con acceso al banco central. En muchas ocasiones, es este tipo de banca informal la que satisface la creciente demanda de crédito en el período de euforia, pero con la gran salvedad de que, al no tener acceso a las reservas del banco central, no puede garantizar siempre sus pagos, que es lo que sucedió en Estados Unidos en 2007 y 2008, por ejemplo (ibíd.).

En el caso de que exista un sistema financiero capaz de levantar los recursos suficientes para satisfacer la creciente demanda de endeudamiento, se necesita también que los instrumentos financieros creados sean aceptados en los mercados. Toma tiempo para un instrumento financiero propagarse y ser aceptado en el sistema. Incluso muchos de los instrumentos generados por la innovación financiera ni siquiera tendrán éxito. La velocidad con la que los instrumentos financieros derivados de la innovación se esparcen por la economía es una especie de regulador que impone el ritmo de transición de una economía sólida a una frágil (Minsky 1992).

Una tercera barrera para la inmediata gestación de un sistema financiero frágil es que debe existir la garantía de que habrá refinanciamiento para los organismos inmersos en financiamiento especulativo. Esto quiere decir que ninguna unidad adoptará un esquema de financiamiento especulativo si es que no tiene asegurado el refinanciamiento ante eventuales descalces entre cuasi rentas realizadas y pago de obligaciones. Esta es quizá la barrera más importante, porque significa que es necesario que exista un mercado lo suficientemente amplio y profundo para la generación y transacción de los instrumentos financieros o líneas de crédito de bancos y demás instituciones financieras (Minsky 1986).

La necesidad de un mercado financiero desarrollado implica que debe existir una amplia red financiera a la que la gran mayoría de unidades tenga acceso. También implica que instituciones como bolsas de valores tengan un desarrollo considerable capaz de hacer frente a todas las transacciones de los instrumentos financieros creados no solo por parte del sistema financiero, sino también por las firmas (ej., bonos, acciones, etc.). Implica además que debe existir una cultura financiera donde la sociedad utilice instrumentos financieros para levantar recursos, para depositar su liquidez y utilizarlos como medios de transacción. Debe existir una cultura por parte de las firmas para emitir títulos, acciones, bonos, etc. y también una cultura por parte del resto de unidades económicas, especialmente hogares, para adquirir este tipo de instrumentos. Para que las transacciones de estos instrumentos existan, debe existir el mercado correspondiente, es decir, bolsas de valores y una red financiera lo suficientemente desarrolladas para satisfacer el volumen requerido de transacciones (Foley 2003).

Por último, las condiciones que llevan al incremento del financiamiento especulativo pueden truncarse debido a una aversión a creer en las predicciones optimistas sobre ganancias futuras por parte de los diferentes participantes del mercado. La transición cíclica de la economía implica también que, después de la contracción, viene un período de expansión. Cuando una recesión ha sido superada recientemente, el deseo por adquirir financiamiento de inversión se recupera antes que el deseo por financiar inversión por parte de los bancos. Esta resistencia inicial de los bancos a

prestar dinero disminuye la velocidad de transición hacia un régimen dominado por financiamiento especulativo y *Ponzi* (Minsky 1986).

Las barreras institucionales aquí brevemente analizadas no evitan el proceso de fragilidad financiera inherente a las economías capitalistas. Únicamente inciden sobre el ritmo de la transición de un sistema financiero sólido a uno frágil. Pero advierten un aspecto adicional muy importante: el trabajo de Minsky se focaliza en la fragilidad financiera de economías plenamente capitalistas e industrializadas, con instituciones y mercados financieros altamente desarrollados (Foley 2003).

La única barrera que puede disminuir la amplitud del ciclo es la tercera. Como se mencionó anteriormente, si el deseo por adquirir financiamiento no empata con el deseo y la capacidad del sistema financiero por proveerlo en la fase de expansión, es casi imposible que el sistema continúe su camino ascendente al éxito espurio. El sistema financiero es el motor que acelera la transición de un período de expansión a uno de euforia y posterior manía. Cuando no hay un mercado financiero lo suficientemente amplio y profundo para solventar la demanda de financiamiento, la aceleración de dicho motor simplemente es mucho menor y puede frenar o eliminar la creación de una euforia o manía (Minsky 1970).

Si asumimos que, en las economías capitalistas desarrolladas, el marco institucional (formal e informal) necesario para la generación de procesos de fragilidad financiera endógena es un hecho, entonces ¿qué los puede evitar? En la lógica keynesiana, la respuesta pasa por la participación de las autoridades. Lo más efectivo para evitar los colapsos económicos o reducir la intensidad de los ciclos es la política económica. Las autoridades monetarias y de gobierno tienen las suficientes herramientas para monitorear los ciclos y procesos de fragilidad financiera, y para evitarlos. La principal prescripción de política keynesiana recogida por Minsky es la necesidad de un *gran banco* y un *gran gobierno*<sup>8</sup> (Dymski 1999).

8 “*Big bank and big government*”, en palabras de Minsky.

*Aspectos de política económica en el proceso de fragilidad financiera endógena*

La percepción de que el accionar de las autoridades es importante en la economía se agudiza cuando una crisis se ha desatado. Es como si hubiera la creencia de que las autoridades deben estar presentes solamente para el rescate de un caos económico. La preocupación principal es: ¿qué deberían hacer las autoridades para sacar a una economía de una recesión? Sin embargo, el cuestionamiento más importante (y menos frecuente) debería ser: ¿qué deberían hacer las autoridades para evitar que el sistema caiga en crisis?

Una vez que una crisis financiera ha estallado, el principal debate se cierne sobre si las autoridades de gobierno deben o no intervenir sobre las instituciones financieras en problemas y la economía en general. Las corrientes de pensamiento económico más liberales abogan por la no intervención debido a que genera riesgo moral. El conocimiento de que el gobierno intervendrá para impedir que la economía caiga en recesión provoca que muchas unidades económicas subestimen los riesgos. Esta línea de pensamiento sostiene que las diferentes unidades no incurrirán en posiciones especulativas o de financiamiento arriesgado si es que saben que no existirá ayuda de las autoridades ante un posible caos financiero (Kindleberger 2005).

Del otro lado se encuentran las líneas de pensamiento que proponen la intervención. Dentro del gran abanico de propuestas y posturas sobre cómo intervenir, existe un amplio consenso sobre la necesidad de una institución que cumpla funciones de prestamista de última instancia. Esta función la cumplen los bancos centrales. El prestamista de última instancia debe estar preparado para detener los períodos de ansiedad por liquidez a través de suplir tanto dinero como sea necesario para evitar el caos financiero. El concepto es el de una *oferta de dinero elástica* que se pueda expandir tanto como la demanda por financiamiento lo requiera. Recuérdese que la incapacidad de la innovación financiera por suplir el financiamiento demandado es determinante en el incremento de los tipos de interés y este es el elemento disruptivo de la euforia económica más importante. Obviamente la solución no es tan sencilla como parece. El problema es bastante

complejo: ¿en qué punto del ciclo se debe intervenir? ¿Cuánto dinero se debe emitir? ¿A quién se debe ayudar con los recursos creados? ¿Qué se debe solventar con los recursos creados? ¿En qué términos debe otorgar el prestamista de última instancia los recursos? ¿La autoridad monetaria se debe preocupar por el pánico actual o por el siguiente *boom*? ¿Hasta qué punto se debe mantener los intereses de manera artificial? ¿Cuándo debe finalizar la ayuda? (Minsky 1992; Kindleberger 2005).

Los cuestionamientos que debe enfrentar la institución prestamista de última instancia se basan en el dilema de que si las diferentes unidades saben que los bancos e intermediarios financieros serán rescatados por las autoridades en períodos de ansiedad, entonces serán menos precavidos y no percibirán los riesgos, es decir, el riesgo moral. Sin embargo, cuando un período de ansiedad se ha desatado, y los precios de los activos no parecen detenerse en su caída, un gran número de unidades y la sociedad en general corren el riesgo de quebrar (Kindleberger 2005).

A pesar de que la discusión sobre si intervenir o no ante una crisis financiera es la que más atención recibe, la discusión más importante debería ser cómo evitar llegar al punto en que una crisis financiera sea inevitable. En este ámbito, los hacedores de política juegan un rol clave también, pues tienen herramientas para evitar la transición de sistemas financieramente sólidos a frágiles.

Algunos observadores sostienen que la estricta regulación y supervisión del sistema financiero puede prevenir una crisis. Muchas de las reglas para un sistema financiero sólido han sido incorporadas por la mayoría de instituciones bancarias y muchas otras siguen siendo ignoradas. Al ser los bancos unidades buscadoras de ganancias no es positivo que exista un autocontrol por parte de ellos mismos. La regulación y supervisión deben ser actividades constantes en el tiempo. El principal objetivo debe ser evitar el crecimiento abrupto del crédito en épocas de manías y evitar su contracción abrupta cuando el deseo por liquidez se dispare. Es decir, la supervisión y regulación deben imponer estrictas restricciones a la innovación financiera y las instituciones que desean participar del mercado de crédito. Esto bajo ningún concepto significa su prohibición, simplemente se refiere a evitar excesos de los intermediarios financieros. Los períodos de

expansión económica no se pueden transformar en euforias o manías si es que el sistema financiero no alimenta el proceso. Por lo tanto, su control y supervisión pueden evitar dicha transición (Dymski 1999).

Otro de los aspectos que debe cubrir la supervisión de las autoridades es el nivel de endeudamiento de las diferentes unidades y su evolución. Como se explicó anteriormente, este es otro de los factores donde se gesta la fragilidad financiera. Si bien este es un procedimiento complejo, se lo puede realizar a través de la información que manejan los intermediarios financieros sobre sus clientes. Esta es quizá la parte más importante de la supervisión. En la medida en que no exista sobreendeudamiento, el sistema financiero será sólido. Como se explicó, la solvencia puede resultar un concepto ambiguo que depende de la apreciación de los bancos, y que dicha apreciación siempre está sesgada por el estado de ánimo de la economía. El optimismo conduce a más optimismo y el pesimismo a más pesimismo. Por esta razón, los entes reguladores deben realizar sus análisis aparte y de manera independiente a las típicas evaluaciones de los propios bancos. La supervisión convencional radica en observar los balances de los bancos; sin embargo, la clave y la verdadera esencia de la gestación de un proceso de fragilidad financiera están en los balances de los usuarios de los bancos. A dichos balances se les presta poco o nada de atención.

Otra de las acciones imperativas que deben llevar a cabo los hacedores de política es mantener un continuo monitoreo de la evolución de los precios de las acciones en los mercados bursátiles y de los bienes raíces. En su mayoría, las crisis financieras de las economías capitalistas en los últimos treinta años han estado precedidas por burbujas en estos dos sectores particularmente. Si estos dos sectores han sido los más sensibles a los cambios en las expectativas, ¿por qué no monitorear la evolución de sus precios e intervenir cuando haya señales de *exuberancia irracional*?

La prescripción de una participación activa del gobierno en la economía parece haber sido uno de los factores para que, a nivel mundial, no se registren grandes recesiones entre la gran depresión de 1929 y la década de los setenta. Muchos observadores han planteado que la existencia de un *gran gobierno* y un *gran banco* impidió la gestación de crisis, y cuando estas estuvieron al borde de estallar también fueron sorteadas gracias a la

intervención de las autoridades durante este período. Sin embargo, desde inicios de los años setenta del siglo anterior, la volatilidad financiera de las economías capitalistas ha crecido abruptamente y no tiene precedente histórico. Las economías capitalistas no han registrado tantas crisis en su historia como las vividas en los últimos treinta años. En gran medida, esto se ha debido a la progresiva tendencia a que los gobiernos participen menos en la economía y que los mercados tiendan a desregularse, principalmente los mercados financieros (Dymski 1999; Kindleberger 2005; Minsky 1980a).

Aparte de la corriente desreguladora que se ha impregnado en la economía, la mayor interdependencia económica entre los diferentes países y la descoordinación de políticas a partir de la quiebra del sistema de Bretton Woods en 1971 han contribuido significativamente a la volatilidad de las últimas décadas. Para algunos autores, las propuestas levantadas por Minsky han sido ignoradas porque se ciernen a una economía cerrada. Como se podrá advertir, la historia de ciclo establecida anteriormente no menciona en ningún momento los aspectos internacionales de la economía.

## Capítulo IV

### Fragilidad financiera endógena en economías abiertas

El presente capítulo pretende integrar las variables de una economía abierta al análisis sugerido por Minsky con la intención de plantear la posibilidad de mecanismos de fragilidad financiera endógena en economías pequeñas con escaso desarrollo de instituciones financieras. Como se planteó en el capítulo anterior, el análisis de Minsky se ciñe sobre economías plenamente capitalistas e industrializadas, con instituciones y mercados financieros altamente desarrollados. Sin embargo, cuando se trata de economías abiertas, estas ya no son condiciones para la generación de fragilidad financiera endógena.

La integración financiera y el desarrollo de los mercados de capital internacionales han sido vertiginosos en las últimas décadas. Esto significa que las diferentes unidades económicas de un país pueden tomar endeudamiento en el exterior (Kregel 1998).

Uno de los principales rasgos de la creciente integración financiera se trata de las relaciones interbancarias internacionales. Los bancos toman prestado y prestan a otros bancos en diferentes lugares del mundo. El volumen de recursos que se mueven con relativa facilidad se ha incrementado de manera dramática en las últimas décadas (Krugman 2009).

Todas estas transacciones financieras a escala internacional se realizan con divisas, con moneda internacional. Este detalle, al parecer pequeño, tiene enormes implicaciones, ya que hace a las diferentes unidades económicas vulnerables a la fluctuación del tipo de cambio. Este factor inyecta riesgo a las relaciones financieras y merma la aparente solidez doméstica de

una unidad económica. Una unidad económica que se encuentre en posición *cubierta* podría estar en situación *especulativa* si parte de sus obligaciones está denominada en moneda exterior, ya que estas pueden fluctuar con el tipo de cambio. Una depreciación de la moneda local incrementa el endeudamiento externo porque será preciso levantar más unidades de moneda local para cubrir las obligaciones en moneda exterior (Kregel 1998).

Cuando se establece un vínculo entre el funcionamiento de una economía abierta y la taxonomía financiera propuesta por Minsky, el grado de solidez de las diferentes unidades se reduce. Cualquier unidad en posición *especulativa* que posea obligaciones en moneda exterior será vulnerable tanto a cambios en los tipos de interés doméstico como a movimientos en el tipo de cambio. Algunos autores han sugerido que sería apropiado extender la tipología de Minsky para reflejar los fenómenos económicos de una economía abierta; en tal caso, la unidad descrita estaría en una posición *superespeculativa* (Arestis y Glickman 2002).

El endeudamiento en el exterior hace que los márgenes de seguridad se reduzcan al momento de adquirirlo porque, además de cubrir las fluctuaciones de tipo de interés, deberá cubrir las del tipo de cambio. El mismo razonamiento aplica para los bancos domésticos que puedan levantar fondos en el exterior. Ellos requerirán mayores márgenes de seguridad para cubrir los posibles cambios en tipos de interés internacional o tipo de cambio. Los márgenes de seguridad existentes se reducen al momento que realizan transacciones internacionales de capital (Dymski 1999).

Aparte de la vulnerabilidad a la fluctuación en el tipo de cambio y el aumento de márgenes de seguridad requeridos, existe otro elemento fundamental de las economías abiertas que debe ser tomado en consideración. Cuando existe movilidad de capitales, y las diferentes tasas de interés de las diferentes monedas internacionales representan oportunidades de ganancia, las diferentes monedas se vuelven activos financieros de los cuales se puede obtener ganancias. Este es un aspecto fundamental (Arestis y Glickman 2002).

A los tipos de interés de las diferentes monedas se los puede entender como las cuasi rentas que devenga el activo *moneda*. La mecánica desarrollada en el tercer capítulo se aplica también a este nuevo activo que

aparece en las economías abiertas, solamente que la moneda no es cualquier activo y la pérdida de su valor afecta a la economía real entera. Si se entiende que en economías abiertas la moneda es un activo más, sujeto a las relaciones endógenas del proceso de fragilidad financiera, pero con incidencia mucho mayor que cualquier otro activo, se comprenderá por qué la apertura y liberalización financiera implican grandes riesgos a la economía real.

Con estas breves observaciones, es posible desarrollar una propuesta de análisis que tome en cuenta los factores endógenos de la inestabilidad financiera vinculados a una economía abierta.

### La historia del ciclo en una economía abierta

Como se analizó en el capítulo anterior, la persistencia de condiciones estables en una economía doméstica puede llevar a una etapa de euforia económica. Si ahora proponemos que la economía en cuestión no está aislada del resto del mundo y además existe la ausencia de control de capitales, este comportamiento exitoso de la economía atraerá la atención de inversionistas extranjeros que, como toda unidad económica, querrán participar de las ganancias ascendentes.

En el caso de que la entrada de capitales se deba a caídas en las tasas de corto plazo de los grandes centros financieros internacionales, la liquidez entrará a la economía doméstica vía aumentos en los depósitos de los bancos locales. Con esto, los bancos locales incrementan su patrimonio de manera repentina por lo que mejorará su solvencia y tendrán mayor capacidad para tomar endeudamiento en el exterior. Si la entrada de capitales se debe a factores internos, como mayor rentabilidad de los activos, los fondos internacionales que entran vía adquisición de activos de capital y financieros contribuyen a la formación de posibles burbujas. En ambos casos, el nivel de liquidez de la economía aumenta, generando así que los márgenes de seguridad de las diferentes unidades se incrementen alimentando las fases de expansión y posterior euforia discutidas en el capítulo anterior (Arestis y Glickman 2002).

El libre flujo de capitales permite levantar fondos fácilmente a los intermediarios financieros; por lo tanto, aumenta sus reservas. Cuando existen requerimientos de reservas, esto permite a los bancos aumentar su capacidad de emitir crédito y cubrir las necesidades de financiamiento derivadas de la fase de expansión. El dinero fresco internacional contribuye a inyectar optimismo durante la fase de expansión y los bancos aumentarán su creación monetaria (Dymski 1999).

El quiebre de la euforia económica vía incrementos de la tasa de interés local ocurre cuando el ritmo de crecimiento de la demanda de financiamiento supera la disposición de ofrecer financiamiento por parte del sistema financiero. Sin embargo, ante la facilidad de levantar recursos en el exterior, hará que la percepción del riesgo por parte de las instituciones financieras disminuya y que expandan la oferta de financiamiento mucho más de lo que usualmente lo harían en un contexto de economía cerrada. La entrada de capitales no solamente mejora la capacidad de los bancos para prestar sino que coadyuva a que los niveles de endeudamiento sean considerablemente mayores en una economía abierta antes de que la falta de oferta de financiamiento presione los intereses al alza (Kregel 1998).

Pero el libre flujo de capitales significa también que las unidades económicas pueden prescindir de las instituciones de financiamiento locales y adquirir fondos con bancos o firmas del exterior. La apertura extiende significativamente la capacidad de generar y adquirir crédito en períodos de euforia; consecuentemente profundiza los impactos endógenos del éxito (Dymski 1999).

La fase de expansión y posterior euforia deriva en un sistema mucho más eufórico en una economía abierta que en una cerrada. El proceso de expansión endógena con apertura financiera conduce a la economía hacia un estado de fragilidad financiera internacionalizada. Esto significa que los eventos disruptivos de la euforia económica no solamente pueden ser endógenos, sino también exógenos. La economía se vuelve propensa a una crisis con orígenes domésticos, con orígenes externos y con orígenes derivados de la interacción de factores doméstico y externos (Arestis y Glickman 2002).

Los orígenes domésticos pueden ser entendidos en los términos desarrollados por Minsky. Ahora bien, si tomamos la posibilidad de que va-

rias unidades tengan obligaciones en el extranjero se abre la puerta para que una subida repentina de los tipos de interés extranjeros se convierta en un evento disruptivo exógeno de la euforia. Puede que una economía no se halle en situación de fragilidad financiera pero si los tipos de interés extranjeros aumentan seguramente el grado de solidez será menor. En una economía abierta, un choque exógeno, como la subida de interés internacional, es un posible evento disruptivo de la euforia económica con exactamente las mismas consecuencias y mecanismos, para las unidades con financiamiento externo, que las desarrolladas por Minsky para una economía cerrada (Kregel 1998).

Esta es solo una parte de los choques exógenos que pueden provocar un quiebre de la fase ascendente del ciclo económico. Pensemos ahora en términos del activo *moneda local*. Bajo el tipo de cambio flexible, la entrada de capitales provoca una apreciación de la moneda, lo que tiene varios efectos en la economía doméstica. El primero es que reduce el endeudamiento externo debido a que las unidades económicas deberán levantar una cantidad menor de moneda local para saldar sus obligaciones en el exterior. Así como el exceso de cuasi rentas y el incremento en los precios de los activos de capital otorgan poder de endeudamiento a las unidades, la apreciación del tipo de cambio otorga poder de endeudamiento en el extranjero. La caída en la ratio deuda exterior-patrimonio, vía reducción de la deuda externa, aumenta los márgenes de seguridad, lo que relaja las estructuras de obligaciones de las unidades económicas. En los términos de Minsky, en escenarios de expectativas optimistas, esto conduce a un mayor endeudamiento (en este caso externo) contribuyendo al proceso que alimenta la fase de expansión (ibíd.).

El segundo efecto es que una apreciación del tipo de cambio significa que el precio del activo *moneda local* aumenta. En los términos propuestos por Minsky, que el activo *moneda* se aprecie significa que ha incrementado su valor; por lo tanto, si una persona adquiere moneda local con divisa y luego de una apreciación vuelve a comprar divisa con la moneda local habrá obtenido una ganancia. Si el tipo de cambio es el precio de una moneda, su apreciación puede ser entendida como fuente de exceso de cuasi rentas del activo *moneda*.



Después de un período de estabilidad, que se ha transformado en una fase de expansión, los inversionistas extranjeros querrán adquirir más moneda local para participar de las ganancias boyantes de la economía. Esta entrada estable de capitales contribuye a que la moneda nacional se aprecie, es decir, comienza a existir un exceso de cuasi rentas para los propietarios del activo *moneda nacional*. Este exceso de cuasi rentas comienza a generar expectativas optimistas sobre el futuro y sus consecuencias son aquellas desarrolladas por Minsky. En términos del precio de la moneda, estas expectativas de apreciación hacen que la moneda se aprecie aún más, tal como se definió en el primer capítulo. A mayores excesos de cuasi rentas, producto de la apreciación, cada vez más inversionistas querrán adquirir el activo *moneda nacional* para participar de las ganancias que está generando (ibíd.).

Para la economía doméstica, la apreciación de su moneda tiene dos efectos de suma importancia: relaja la estructura de obligaciones extranjeras de los residentes, lo que incentiva a adquirir más endeudamiento en el exterior; y, genera la expectativa de mayores cuasi rentas por poseer el activo *moneda*, lo cual retroalimenta la entrada de capitales, la apreciación y la capacidad de endeudamiento en el extranjero (Kindleberger 2005).

Con estos planteamientos es posible proponer que la apertura económica amplifica la fase de expansión del ciclo económico agudizando los diferentes factores que la promueven. La entrada libre de capitales permite: a) mayor creación monetaria por parte de los bancos, ya que poseerán más reservas y porque inyecta optimismo al sistema; y, b) permite a las diferentes unidades económicas endeudarse en el exterior por lo que la expansión monetaria es mucho mayor a la provocada solamente por los bancos domésticos. Además, la entrada de capitales aprecia la moneda, lo cual conduce a: a) disminución de la ratio endeudamiento exterior-patrimonio de las unidades económicas locales, aumentando su solvencia y capacidad de endeudamiento con el exterior, lo que, en términos de Minsky, conduce a más endeudamiento y alimenta la fase de expansión del ciclo; y, b) al ser la moneda local un activo, la continua entrada de capitales alimenta expectativas de que las cuasi rentas generadas por el activo *moneda local* sean más optimistas, lo que conduce a una mayor apreciación y retroalimenta el proceso de expansión (Arestis y Glickman 2002).

En consecuencia, la entrada de capitales permite amplificar la fase de expansión del ciclo y agudiza sus consecuencias: mayores recursos para la inversión y mayor endeudamiento de las unidades económicas. El ingreso de capitales profundiza la manía resultante de la euforia y genera burbujas mucho más grandes, los precios de los activos alcanzarán niveles significativamente mayores que los que alcanzarían sin la inyección de capitales extranjeros. En el proceso que conduce a la fragilidad financiera, las unidades económicas terminan en posiciones *superespeculativas*, entendiéndose estas como más frágiles que las especulativas de una economía cerrada (Dymski 1999).

En una economía abierta, los eventos disruptivos de la euforia pueden ser ajenos a la economía doméstica. Esta posibilidad, por sí misma, ya es un hecho que hace a las economías abiertas más vulnerables. El incremento del interés internacional será transformado en mayores obligaciones de pago por las unidades que tienen financiamiento exterior, la ratio endeudamiento exterior-patrimonio se incrementará y los márgenes de seguridad caerán provocando el aumento de la percepción del riesgo y pérdida de solvencia, tal como sugiere el análisis de Minsky en una economía cerrada. La diferencia es que las unidades estarán más endeudadas por lo que sus problemas serán más agudos (Arestis y Glickman 2002).

Existe un problema adicional con el incremento del tipo de interés extranjero. Este presiona a una depreciación de la moneda lo cual aumenta el endeudamiento extranjero. Ante una depreciación de la moneda, es necesario levantar más unidades de moneda local para cubrir las obligaciones en moneda extranjera adquiridas. La depreciación hace que los márgenes de seguridad se erosionen mucho más. Sin embargo, la depreciación de la moneda tiene un efecto adicional de suma importancia: disminuye las cuasi rentas del activo *moneda nacional*. Así como la apreciación de la moneda puede ser entendida como el aumento de las cuasi rentas del activo *moneda*, la depreciación tiene el efecto contrario.

En términos de fragilidad financiera endógena, cuando las cuasi rentas realizadas de un activo empiezan a ser menores que las esperadas, las expectativas comienzan a ser menos optimistas y, en última instancia, esto conduce a que las unidades deseen deshacerse de los activos que pierden valor. Este mismo proceso es perfectamente aplicable al activo *moneda na-*

*cional* y sus consecuencias son las mismas. Los inversionistas extranjeros (y nacionales) buscarán deshacerse de la moneda que está perdiendo valor presionando aún más a la depreciación. Si la moneda comienza a depreciarse constantemente, se generarán expectativas de depreciación y la moneda se depreciará aún más. Esto alimenta y retroalimenta las relaciones aquí descritas, es decir, más endeudamiento extranjero y mayor pérdida del valor del activo *moneda local* (Kregel 1998).

Ahora pensemos qué sucede en el sistema financiero mientras el tipo de interés internacional sube y la moneda se deprecia. En primer lugar, al igual que todas las unidades con financiamiento extranjero, la subida del interés internacional socavarán significativamente su solvencia. Al igual que en el proceso de una economía cerrada, esto disminuye el deseo de proveer financiamiento y contribuye a la contracción del ciclo económico. Sin embargo, la depreciación de la moneda generalmente provoca una fuga de capitales que no es más que el deseo por deshacerse de moneda local para colocarla en otra divisa. Esto significa que los recursos que ingresaron en forma de capitales extranjeros pueden ser retirados del sistema financiero doméstico rápidamente, lo que acelera significativamente la pérdida de solvencia de los bancos. Los bancos se encontrarán en una situación de angustia financiera mucho más aguda que en una economía cerrada por la simple razón de que los capitales extranjeros permitieron elevar los créditos domésticos a niveles muy superiores de los que se hubiera logrado sin estos (Arestis y Glickman 2002).

Así como la apertura amplifica la fase de expansión y agudiza sus consecuencias, también lo hace con la fase de contracción y sus consecuencias. La transición de una economía financieramente sólida a una frágil se acelera cuando hay libre movilidad de capitales. Por lo tanto, las diferentes unidades económicas pasan rápidamente de estructuras *cu-biertas* a *Ponzi* como resultado de las fluctuaciones del tipo de interés internacional y del tipo de cambio. En la fase de contracción, la apertura de capitales significa que es fácil retirar recursos de la economía para colocarlos en otro país, por lo tanto la explosión de las burbujas será mucho más vertiginosa y la caída en los precios de los activos será mucho más acelerada que en una economía cerrada. La consecuencia última es una

cadena de quiebras con su consecuente ralentización de la producción y el empleo (Dymski 1999).

La historia del ciclo presentada hasta aquí para una economía abierta ha mantenido el supuesto de que los tipos de cambio son flexibles. No obstante, el régimen de tipo de cambio es una opción para las autoridades monetarias.

Como se analizó en el primer capítulo, el ingreso de capitales bajo tipo de cambio fijo deriva en aumentos de la oferta monetaria e incrementos de las reservas internacionales. Por una parte, el aumento de la liquidez doméstica alimenta la fase de expansión endógena de la economía doméstica y retroalimenta las variables que conducen a una euforia económica. Por otra parte, los incrementos de las reservas internacionales fortalecen el tipo de cambio fijo. Recordemos que la capacidad de defender el tipo de cambio reposa, en última instancia, en las reservas internacionales y que cuando estas no son suficientes puede estallar una crisis como en los modelos de primera y segunda generación.

Bajo el tipo de cambio flexible, el ingreso de capitales aprecia la moneda lo que alimenta el deseo internacional por poseer más de dicha moneda que está generando exceso de cuasi rentas. El ingreso de capitales permite fortalecer el tipo de cambio fijo debido a que las reservas internacionales aumentarán. Sin embargo, contribuyen también al optimismo generado por la expansión que, con el transcurrir del tiempo, se puede transformar en una euforia. Bajo el tipo de cambio fijo o flexible, el ingreso de capitales se convierte en combustible para que la economía doméstica acelere su paso en su camino ascendente al éxito (Dymski 1999).

En los escenarios de tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, las autoridades económicas deben renunciar a la autonomía monetaria; sin embargo, la entrada de capitales casi siempre incrementa la base monetaria, lo que deriva en fuerzas que influyen de manera negativa en el trilema de una economía abierta.

Una vez que un evento disruptivo ha quebrado la euforia económica, la tasa de rentabilidad esperada de las inversiones en la economía doméstica empezará a decaer y los capitales a salir. Esto deprecia la moneda, pero bajo el tipo de cambio fijo las autoridades monetarias no pueden permitir

dicha depreciación. La capacidad de defender el tipo de cambio reposa en el nivel de reservas internacionales que aumentan significativamente durante el período de entrada de capitales. Cuando las reservas se agotan, las autoridades monetarias tienen dos opciones. La primera es abandonar el tipo de cambio fijo y permitir que la moneda sufra una fuerte depreciación, y la segunda, intentar mantener el tipo de cambio fijo elevando los tipos de interés doméstico para incentivar la permanencia de los capitales (Kregel 1998).

Ambas opciones son fulminantes para una economía abierta. En ambos casos, se exterminan los márgenes de seguridad y el nivel de endeudamiento se dispara, llevando a la economía a un período de ansiedad financiera y posterior recesión (Arestis y Glickman 2002).

Bajo cualquier régimen, el hecho de que el tipo de cambio se haya mantenido estable por un tiempo considerable conduce a que los márgenes de seguridad se agranden tanto para prestamistas como para prestatarios, nacionales e internacionales. Esta estabilidad es además una fuerza que se autoalimenta: a mayor tiempo que los tipos de cambio se mantienen estables (o apreciándose), mayor será la probabilidad considerada por los mercados internacionales de que dicha estabilidad se mantenga; por lo tanto, la economía doméstica atraerá más capitales lo cual alimenta las reservas y blinda los márgenes de seguridad. Se puede entender entonces que el ingreso de capitales, que permite mantener una moneda estable, inyecta fragilidad al sistema económico. Incluso resta competitividad a la economía doméstica en los mercados internacionales (Kregel 1998).

Cuando las cosas marchan mal para las economías pequeñas y abiertas, una opción es ser *menos* abiertas, en el sentido de restringir los flujos de capitales. Si bien estas medidas han sido siempre vilipendiadas por los grandes organismos multilaterales y por la ortodoxia económica, han mostrado ser un excelente antídoto para evitar el colapso financiero derivado de la salida masiva de capitales. El caso de Islandia en 2008 es quizá el mejor y más reciente ejemplo. Con una crisis que en su inicio fue más aguda de lo que sucedió al inicio en países como España o Grecia, Islandia decidió alejarse de la ortodoxia económica e implementó una serie de medidas revolucionarias, entre ellas la prohibición del flujo de capitales. La recuperación

económica de Islandia no es siquiera comparable con el proceso español o griego, que siguen en recesión (Krugman 2012).

Aparte de alejarse de la lógica ortodoxa, existe otro detalle que permitió a Islandia, a diferencia de España o Grecia, sobrellevar de mejor manera su crisis: nunca abandonó su moneda nacional.

## Capítulo V

### Ecuador en la ilusión de la dolarización: a modo de conclusión

La volatilidad del tipo de cambio es una importante amenaza para la estabilidad financiera de las economías pequeñas y abiertas. El flujo de capitales es determinante en dicha volatilidad y, como se ha sugerido, su restricción puede disminuir los riesgos de la volatilidad cambiaria. A pesar de que este tipo de medidas son posibles y han demostrado tener importantes resultados positivos, como en el caso de Islandia, no siempre son viables debido a la amplia resistencia por parte de la ortodoxia económica. A esto hay que sumar un mundo cada vez más interdependiente, lo que dificulta las restricciones a la movilidad de capitales.

Uno de los aspectos positivos de la dolarización es justamente que elimina los riesgos del diferencial cambiario. No existe la posibilidad de que especuladores, nacionales o extranjeros, jueguen con el tipo de cambio nacional porque no existe tal tipo de cambio. Eliminar esta volatilidad es de suma importancia, puesto que los procesos de fragilidad financiera endógena descritos anteriormente para una moneda local no existen. En un contexto de dolarización, se puede garantizar que el ingreso de capitales no se debe a la pura especulación monetaria que busca obtener moneda local en escenarios como los anteriormente descritos. Sin embargo, muy pocos capitales buscan simplemente la especulación monetaria; si existen tasas de retorno considerables, los capitales seguramente buscarán participar de las ganancias.

Si bien con un esquema de dolarización no existe el riesgo cambiario, el ingreso de capitales puede contribuir a acelerar la fase de expansión y convertirla en euforia. La dolarización no exime de que la entrada de

capitales expanda los balances de los bancos haciéndolos más proclives a disminuir sus riesgos y márgenes de seguridad requeridos. Posteriormente, cuando los mismos márgenes de seguridad se reducen, la salida abrupta de capitales simplemente merma en mayor medida los balances de los bancos agudizando la contracción del crédito y la posterior crisis, tal como se argumentó en el capítulo anterior.

Por otra parte, el riesgo principal de la dolarización es que deja sin herramientas potentes para paliar los efectos adversos de los procesos de fragilidad financiera endógena, o incluso imposibilita su contención.

Una de las claves del éxito bancario es tener acceso a reservas que permitan sostener el sistema de pagos. Cuando la economía está en una fase ascendente del ciclo, expansión o euforia, el endeudamiento de las diferentes unidades económicas es creciente. Los bancos se contaminan del optimismo existente y expanden sus balances a discreción, crean dinero de la nada. Los bancos suelen responder al optimismo con más optimismo. Este incremento del crédito es a su vez un incremento de sus pasivos, cuando los bancos emiten crédito generan una obligación con sus clientes. Esta obligación radica en permitir hacer pagos con sus cuentas de ahorro o corrientes y convertir dichas cuentas en dinero físico: billetes y monedas.

Para hacer pagos interbancarios, que es algo bastante común, los bancos deben tener reservas las cuales están constituidas principalmente por sus cuentas en el banco central. Observamos que cuando no disponen de reservas, las pueden adquirir de otros bancos o del mismo banco central. Cuando una euforia económica pasa al plano de la ansiedad financiera, todas las unidades económicas aumentan sus preferencias por liquidez y, en este escenario, el banco central es el único capaz de calmarlas, tranquilizando al sistema financiero vía dotación de reservas. En un contexto de dolarización, no existe tal facultad del banco central, o al menos este tiene un límite que son sus propias reservas de dólares. Si asumimos la idea de que los procesos de fragilidad financiera son endógenos y resultan del normal comportamiento de un sistema económico capitalista, la dolarización representa un serio riesgo puesto que, ante un eventual período de ansiedad financiera, no habrá banco central que provea reservas a demanda para garantizar la estabilidad.

Si asumimos también que la ansiedad financiera puede rebasar la ansiedad de los bancos por reservas y transformarse en ansiedad del público por dinero físico, el problema es mucho mayor. Ya se explicó el proceso de generación endógena de dinero, así que se sabe que la gran mayoría del dinero que consta en nuestras cuentas bancarias es en realidad dinero que no existe de forma física. Sin embargo, el acceso al banco central garantiza que los bancos no tengan problemas cuando la gente desee su dinero de forma física. En última instancia, un banco central solo debe enviar camiones blindados con el dinero físico. En un país dolarizado, como el Ecuador, dicha posibilidad no existe, o al menos tiene sus límites que, una vez más, son las propias reservas de dólares del banco central.

Esta es una de las razones por las que la soberanía monetaria y los bancos centrales son tan importantes en las economías capitalistas. El sistema no necesita de un banco central para funcionar porque los bancos privados se encargan de proveer todo el dinero que la sociedad demande para sus múltiples usos. Pero cuando las cosas van mal y la euforia se transforma en ansiedad, los bancos centrales son determinantes para la estabilidad del sistema porque garantizan la provisión de liquidez necesaria para que el sistema no colapse. Quizá se comete el error de creer que *el sistema* es algo abstracto, pero de su estabilidad depende el empleo de la gente y este no es un concepto abstracto y de este depende el nivel de vida de las personas.

Por estas razones, el sistema de pagos no puede estar garantizado en dolarización. Los bancos no pueden garantizar la gestión de todos los pasivos creados mediante la creación de dinero endógeno. Para garantizarlo, es necesario que la autoridad monetaria mantenga suficientes reservas de dólares capaces de suplir la necesidad de bancos y población en general cuando se lo requiera. Sin embargo, si sostenemos la hipótesis de fragilidad financiera endógena de Minsky, el sistema crecerá tanto durante la fase de expansión y euforia que no es posible determinar un nivel de reservas óptimas que garantice la estabilidad en el largo plazo.

Esta situación pone a los bancos privados en una situación de banca de las sombras *moderada*, porque si bien tienen acceso al banco central y sus reservas, éstas son limitadas. Resulta muy complicado definir hasta qué punto las reservas de dólares de un banco central pueden respaldar la

expansión de los balances de los bancos privados en las épocas de euforia. Esto dependerá del nivel de ansiedad financiera que se genere en la fase posterior a la euforia. Lo que está claro es que en dolarización no existen reservas ilimitadas como sí sucede en los países con soberanía monetaria.

Por la capacidad de dotar de reservas a los bancos privados, se hace referencia al banco central como prestamista de última instancia. Quizá una de las mayores diferencias en lo que respecta a la recuperación de la actual crisis en Estados Unidos y en países como España y Grecia radica justamente en el rol del banco central como prestamista de última instancia. La Reserva Federal ha jugado un rol protagónico en los Estados Unidos dotando de reservas al sistema a ritmos nunca antes visto, mientras que el Banco Central Europeo se ha negado sistemáticamente a hacerlo, más allá de algunos episodios que igual distan mucho de lo hecho en Estados Unidos. Si bien no se puede establecer una relación de causalidad entre la inyección monetaria y el desempleo, llama la atención que en Estados Unidos el desempleo nunca superó el 9% (actualmente, 7%) y países como España y Grecia manejan un desempleo en torno al 25% y 30%, respectivamente.

Todavía existe la creencia convencional de que los bancos centrales y los Gobiernos tienen restricciones de financiamiento y que por lo tanto no siempre pueden hacer frente a los episodios de ansiedad financiera. A este respecto resulta muy interesante reproducir una parte de una entrevista realizada a Ben Bernanke en 2009 cuando cumplía las labores de presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos:

Entrevistador CBS: ¿Es el dinero de los impuestos el que la FED está gastando?

Ben Bernanke: No, no es dinero de los impuestos. Los bancos tienen cuentas en la FED muy parecidas a las que todos tenemos en los bancos. Entonces, para prestar a un banco, simplemente usamos la computadora y marcamos el tamaño de sus reservas, el tamaño de su cuenta en la FED. (Wray 2012)

Esta capacidad de los bancos centrales para dotar de reservas de manera ilimitada para contrarrestar los efectos negativos de los períodos de ansiedad financiera y crisis no es posible en una economía dolarizada<sup>1</sup>. Por esta razón, es posible que el Ecuador, al estar dolarizado, se encuentre en un constante estado de fragilidad financiera, mas no de crisis.

La idea de que los bancos centrales deben acudir a rescatar a los bancos en problemas no debe ser malinterpretada. No se busca generar riesgo moral y que bancos insolventes y muchas veces irresponsables sepan que pueden realizar cualquier tipo de actividad porque habrá un banco central que siempre los rescatará. Las acciones del prestamista de última instancia son de suma complejidad. Al no ser objeto de estudio de la presente tesis, no se las analiza a profundidad; sin embargo, estos son algunos de los cuestionamientos complejos que debe resolver el prestamista de última instancia: ¿en qué punto del ciclo se debería intervenir? ¿Cuánto dinero se debe crear en forma de reservas? ¿A quién se debe ayudar con los recursos creados? ¿Qué se debe solventar con los recursos creados? ¿En qué términos debe otorgar el prestamista de última instancia los recursos? ¿Cuándo debe finalizar la ayuda? (Minsky 1992; Kindleberger 2005).

Ante la amenaza de que el sistema de pagos no pueda garantizarse en períodos de ansiedad financiera, resulta imperativo mantener dólares dentro de la economía. En dolarización, debería existir un estricto control de capitales que prevenga principalmente la fácil salida de estos<sup>2</sup>. En un período de ansiedad financiera, la salida de capitales simplemente pondría en mayores aprietos a los bancos que buscan reservas y liquidez. Si bien la ortodoxia económica jamás verá con buenos ojos los controles de capitales, estos son vitales para una economía pequeña y abierta. Más aún si dicha economía no tiene soberanía monetaria y entra en una fase de ansiedad fi-

1 Así como los bancos privados crean dinero de la nada, el Banco Central del Ecuador también podría hacerlo. Simplemente debería acreditar reservas a las cuentas de los bancos en el Banco Central. Sin embargo, esto sería sumamente peligroso porque el Banco Central del Ecuador estaría emitiendo pasivos que no tiene cómo cancelarlos (dólares); sería una especie de fraude. El Banco Central se convertiría en una banca de las sombras porque no tiene acceso a las reservas de la FED.

2 El impuesto a la salida de divisas en Ecuador busca cumplir con esta función. Sin embargo, la tarifa (5%) resulta muy baja y ha demostrado que no contiene la salida de divisas en el país.

nanciera. La restricción a la salida de divisas incluso puede darse vía restricciones al comercio, puesto que las importaciones son una de las principales fuentes de salida de divisas.

Ante la inexistencia de un prestamista de última instancia, la regulación y supervisión se convierten en la herramienta más poderosa para prevenir los procesos de fragilidad financiera endógena en países sin soberanía monetaria como el Ecuador. Sin embargo, es necesario dar un giro total a los mecanismos tradicionales de supervisión que se basan en el análisis de los balances de los bancos. Es necesario trabajar sobre dos variables fundamentales. En primer lugar, el sobreendeudamiento de las unidades económicas y, en segundo lugar, el comportamiento de los precios de activos sensibles, principalmente los de la vivienda.

Es preciso recordar que uno de los factores que garantiza la sostenibilidad financiera de un banco es la solvencia de sus clientes, más allá de la aparente solvencia que pueda tener un balance bancario. Cuando las unidades económicas empiezan a darse cuenta de que han adquirido demasiado endeudamiento, la fase de euforia se transformará en ansiedad y crisis financiera. El sobreendeudamiento marca el punto de quiebre en el ciclo económico bajo la hipótesis de fragilidad financiera endógena. Por esta razón, las autoridades monetarias y bancarias deben supervisar constantemente el estado crediticio de los clientes y no solamente los balances de los bancos.

El análisis de la deuda de las unidades económicas, que principalmente significa observar la ratio ingreso-deuda y la ratio *stock* de deuda sobre patrimonio, incluso sirve como herramienta de prevención de crisis. Por esta razón es tan importante. Observando la evolución de las mencionadas ratios, la autoridad monetaria podría advertir potenciales procesos de fragilidad financiera y actuar con la suficiente antelación para evitar cualquier escenario de sobreendeudamiento que ponga en riesgo al sistema económico.

Sin duda alguna, este tipo de supervisión debe estar acompañado del constante monitoreo de la evolución de precios de activos sensibles a las fluctuaciones crediticias. Las autoridades también podrían advertir procesos de fragilidad financiera mediante la constante observación del precio

de activos especiales, principalmente los de la vivienda. Cuando esta evolución comienza a tomar patrones extraños, no vistos anteriormente, con precios crecientes y a tasas crecientes que resultan inconsistentes con los observados en el pasado, las autoridades deben estar conscientes de que se puede estar generando una burbuja cuyas consecuencias se han analizado a lo largo de este trabajo.

Existe la idea errónea de que con medir la inflación, en los términos tradicionales, es suficiente. La inflación que generalmente se usa capta la evolución de los precios de una canasta específica de bienes que no siempre están asociados a activos importantes dentro de los procesos financieros. Las burbujas, en su mayoría, que en la historia han derivado en procesos de fragilidad financiera endógena y severas crisis económicas, como la japonesa de los años noventa y la actual en Estados Unidos y España, se han presentado en el sector inmobiliario. Es de suma importancia que las autoridades monitoreen a este sector, más aún en una economía dolarizada donde las herramientas potentes de estabilización financiera no existen.

A pesar de la importancia de este tipo de supervisión, esta puede tener efectos adversos de otro tipo. La búsqueda de clientes solventes puede derivar en discriminación del crédito. Es decir, ¿quiénes son lo suficientemente solventes como para garantizar el funcionamiento del sistema? Esto implica un problema fundamental en el acceso equitativo al crédito que debe existir en cualquier país. El garantizar la solvencia del sistema ante la inexistencia de un prestamista de última instancia puede derivar en mayor concentración de la riqueza, en este caso, vía concentración del crédito. Si bien este no es un efecto directo de la dolarización, sí se puede convertir en un efecto colateral al cual hay que prestar mucha atención. Con soberanía monetaria las autoridades pueden implementar proyectos de banca pública que permitan el acceso al crédito de toda la población, pero la dolarización restringe dicha capacidad.

Es de suma importancia que se comprenda que las restricciones a la salida de capitales buscan principalmente sostener al sistema financiero y el sistema de pagos. En otras palabras, buscan garantizar la sostenibilidad financiera y brindar herramientas de estabilización ante posibles procesos de fragilidad financiera endógena.

Los riesgos aquí descritos del sistema de dolarización no implican que la salida de esta sea un imperativo. Sin embargo, es preciso pensar a futuro en modelos de moneda nacional paralela que permitan a las autoridades económicas tener herramientas de estabilización ante una eventual fase de ansiedad financiera. Si el análisis elaborado por Minsky es correcto, la economía ecuatoriana podría pasar de una fase de tranquila expansión a una fase eufórica donde el sistema financiero y el endeudamiento serán el motor de dicho proceso. Posteriormente, las unidades económicas observarán que han adquirido demasiado endeudamiento y la transición hacia una fase de ansiedad y crisis llegará. Si la supervisión no logra contener estos procesos, que en la historia han demostrado no poder hacerlo, las autoridades requerirán de la herramienta monetaria para evitar que el país caiga en un escenario de crisis, cuyo principal rostro es el desempleo.

La verdadera pertinencia de las decisiones de política económica se la evalúa cuando las cosas van mal. Hasta ahora la dolarización no ha pasado por dicha evaluación, pero el análisis elaborado en este trabajo sugiere que causará más estragos que opciones de recuperación.

### Reflexiones finales

Debido a que todas las economías capitalistas tienden a generar patrones de fragilidad financiera endógena, acelerados y amplificadas por la liberalización en economías abiertas, la herramienta más efectiva para evitar las constantes fluctuaciones e indeseables recesiones es la política económica. Esta debe ser coherente; la inconsistencia de objetivos que lleven a rupturas como la del trilema de una economía abierta inflige altos riesgos. Las autoridades económicas deben entender al sistema como algo integral donde los diferentes objetivos de políticas están interrelacionados.

El principal objetivo de las autoridades debe ser evitar la creación de burbujas y el sobre endeudamiento de las unidades económicas. La política monetaria juega un rol clave y no debe ser entendida como la sola expansión y/o contracción de la base monetaria. Los sistemas de regulación y supervisión bancaria, así como de los flujos de capitales, deben ser

herramientas de constante uso por las autoridades. Se debe monitorear de manera permanente y con especial atención los niveles de endeudamiento de las diferentes unidades económicas y la evolución de los precios en mercados sensibles, principalmente el inmobiliario.

La política monetaria es determinante en el estado de las hojas de balances de las diferentes unidades. Las autoridades deben tomar muy en serio el estado financiero de los agentes de una economía antes de tomar medidas que puedan influir sobre los tipos de interés o liquidez de una economía, ya que estos pueden impactar directamente en la posición financiera de las unidades económicas. En economías abiertas y dolarizadas, la intervención debe ser mucho mayor debido a que los riesgos se amplifican.

Por último, la política económica debe orientarse primordialmente hacia cómo evitar que las economías caigan en estados críticos de fragilidad financiera y no solamente en el qué hacer cuando la economía se encuentra en recesión. Para lograr este objetivo, la supervisión, el monitoreo y el control de las diferentes variables que componen el complejo sistema monetario y financiero es primordial; así como lo es discutir el sistema de dolarización en el Ecuador.



## Bibliografía

- Agénor, Pierre-Richard. 2004. *The Economics of Adjustment and Growth*. Cambridge: Harvard University Press.
- Arestis, Philip y Murray Glickman. 2002. "Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way". *Cambridge Journal of Economics*. Acceso el 5 de mayo de 2012, [http://www.econ.fea.usp.br/gilberto/ae5948\\_2\\_2007/Arestis\\_Glickman\\_CJE\\_2002.pdf](http://www.econ.fea.usp.br/gilberto/ae5948_2_2007/Arestis_Glickman_CJE_2002.pdf)
- Bernanke, Ben y Mark Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations". *The American Economic Review*. Acceso el 13 de junio de 2012, <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198903%2979%3A1%3C14%3AACNWAB%3E2.0.CO%3B2-U>
- \_\_\_\_\_. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*. Acceso el 10 de junio de 2012, <http://www.jstor.org/stable/2138389>
- Bernanke, Ben, Mark Gertler y Simon Gilchrist. 1996. "The Financial Accelerator and the Flight to Quality". Acceso el 11 de mayo de 2012, <http://www.jstor.org/stable/2109844>.
- \_\_\_\_\_. 1998. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework". *NBER*. Acceso el 20 de mayo de 2012, <http://www.nber.org/papers/w6455>
- Calvo, Guillermo. 2001. "Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America". *Journal of Money, Credit and Banking*. Acceso el 3 de mayo de 2012, <http://www.jstor.org/stable/2673902>

- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart. 1996. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s". *The Journal of Economic Perspective* Vol. 10. Acceso el 3 de mayo de 2012, <http://www.jstor.org/stable/2138485>
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini. 2001. "Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances". *NBER*. Acceso el 2 de marzo de 2012, <http://www.nber.org/chapters/c10730.pdf>
- Dymski, Gary. 1999. "Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia: A Spatialized Minsky Approach". *CiteSeer*. Acceso el 16 de octubre de 2011, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.199.9058>
- Foley, Duncan. 2003. "Financial Fragility in Developing Economies". En *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honor of Lance Taylor*. Edición de Amitava Krishna Dutt y Jaime Ros: 157-168. Cheltenham / Northampton: Edward Elgar.
- Forbes, Kristin y Francis Warnock. 2011. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment". *New York FED*. Acceso el 15 de mayo de 2012, [http://www.newyorkfed.org/research/conference/2011/global\\_sys\\_risk/Capital\\_Flow\\_Waves\\_Surges\\_Stops\\_Flight\\_Retrenchment.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/conference/2011/global_sys_risk/Capital_Flow_Waves_Surges_Stops_Flight_Retrenchment.pdf)
- Fulwiller, Scott. 2013. "An Endogenous Money Perspective on the Post-crisis Monetary Policy Debate". *Review of Keynesian Economics* Vol. 1 No. 2. Summer 2013: 171-194. Acceso el 5 de enero de 2014, <http://www.rokeonline.com/roke/post%20crisis%20monetary%20policy%20debate.pdf>
- Gertler, Mark. 1988. "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview". *Federal Reserve Bank of Cleveland*. Acceso el 5 de junio de 2012, <http://clevelandfed.org/Research/jmcb/gertler.pdf>
- Gertler, Mark y Simon Gilchrist. 1993. "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence". *The Scandinavian Journal of Economics*. Acceso el 10 de junio de 2012, <http://www.jstor.org/stable/3440134>
- Glick, Reuven y Michael Hutchison. 2000. "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?". *SSRN*. Acceso el 20 de enero de 2012, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=288723](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=288723)

- Goldfajn, Ilan y Rodrigo Valdés. 1997. "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity". *IMF, working paper*. Acceso el 5 de marzo de 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9787.pdf>
- Greenwald, Bruce y Joseph Stiglitz. 1993. "Financial Market Imperfections and Business Cycles". *The Quarterly Journal of Economics*. Acceso el 2 de junio de 2012, <http://www.jstor.org/stable/2118496>
- Keynes, John Maynard. 1931. *The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Value*. Londres: Macmillan. Acceso el 20 de enero de 2012, <http://gutenberg.ca/ebooks/keynes-essaysinpersuasion/keynes-essaysinpersuasion-00-h.html#Consequences>
- \_\_\_\_\_. 1936. *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Kindleberger, Charles. 2005. *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises* (5ta ed.). New Jersey: John Wiley.
- Kregel, Jan. 1998. "Yes 'It' Did Happen Again. A Minsky Crisis Happened in Asia". *Jerome Levy Economics Institute (Working Paper)*. Acceso el 20 de junio de 2012, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp234.pdf>
- Krugman, Paul. 1979. "A Model of Balance-of-Payments Crises". *Journal of Money, Credit and Banking*. Acceso el 12 de marzo de 2012, <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1991793.pdf?acceptTC=true>
- \_\_\_\_\_. 1998. "What Happened to Asia?". *MIT*. Acceso el 17 de febrero de 2011, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- \_\_\_\_\_. 2009. *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008*. Bogotá: Grupo Editorial Norma.
- \_\_\_\_\_. 2012. *End This Depression Now!* Nueva York: Norton.
- Krugman, Paul y Maurice Obstfeld. 2006. *Economía internacional. Teoría y política*. Madrid: Pearson. Addison Wesley.
- Magud, Nicolas, Carmen Reinhart y Esteban Vesperoni. 2012. *Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms*. Acceso el 24 de abril de 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1241.pdf>
- Minsky, Hyman. 1970. "Financial Instability Revisted: The Economics of Disaster". En *Can 'It' Happen Again?*, Hyman Minsky: 117-161. New York: M. E. Sharpe.

- Minsky, Hyman. 1972. "An Exposition of a Keynesian Theory of Investment". En *Can "It" Happen Again?*, Hyman Minsky: 203-230. New York: M. E. Sharpe.
- \_\_\_\_\_. 1978. "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". En *Can "It" Happen Again?*, Hyman Minsky: 90-116. New York: M. E. Sharpe.
- \_\_\_\_\_. 1980a. "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism". *Journal of Economic Issues*. Acceso el 3 de octubre de 2011, <http://www.jstor.org/stable/4224935>
- \_\_\_\_\_. 1980b. "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles". En *Can "It" Happen Again?*, Hyman Minsky: 14-58. New York: M. E. Sharpe.
- \_\_\_\_\_. 1980c. "Money, Financial Markets, and the Coherence of a Market Economy". *Journal of Post Keynesian Economics*. Acceso el 3 de Octubre de 2011, <http://www.jstor.org/stable/4537569>
- \_\_\_\_\_. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: Mc Graw Hill.
- \_\_\_\_\_. 1992. "The Financial Instability Hypothesis". Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Acceso el 14 de marzo de 2012, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- \_\_\_\_\_. 1996. "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies: Remarks upon Receiving the Veblen-Commons Award". *Journal of Economic Issues*. Acceso el 23 de septiembre de 2011, <http://www.jstor.org/stable/4452235>
- Mishkin, Frederic. 2008. *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Addison Wesley. Pearson.
- North, Douglas. 1990. *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Obstfeld, Maurice. 1994. "The Logic of Currency Crises". *NBER Working Paper*. Acceso el 29 de marzo de 2012, [http://www.nber.org/papers/w4640.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w4640.pdf?new_window=1)
- \_\_\_\_\_. 1998. "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?". *National Bureau of Economic Research*. Acceso el 26 de marzo de 2012, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=226292](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226292)

- Obstfeld, Maurice y Kenneth Rogoff. 1995. "The Mirage of Fixed Exchange Rates". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 9. Acceso el 10 de abril de 2012, <http://ws1.ad.economics.harvard.edu/faculty/rogooff/files/JEP95.pdf>
- Reinhart, Carmen y Graciela Kaminsky. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems". *MPRA*. Acceso el 16 de enero de 2012, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13842/>
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. New Jersey: Princeton University Press.
- Roche, Cullen. 2011. "Understanding the Modern Monetary System". *Social Science Research Network*. Acceso el 6 de enero de 2014, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1905625](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1905625)
- Roubini, Nouriel y Brad Setser. 2004. *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Snowdon, Brian y Howard Vane. 2005. *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss. 1981. *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. Acceso el 20 de marzo de 2012, <http://pascal.iseg.utl.pt/~aafonso/eif/pdf/crrinf81.pdf>
- Von Hagen, Jürgen y Tai-kuang Ho. 2003. *Twin Crises. A Reexamination of Empirical Links*. Bonn: Center for European Integration Studies, University of Bonn. Acceso el 18 de febrero de 2012, <https://www.gtap.agecon.purdue.edu/resources/download/1386.pdf>
- Wray, Randall. 2012. *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Nueva York: Palgrave Macmillan
- Zhu, Haibini. 2003. *Credit Constraints, Financial Liberalisation and Twin Crises*. Acceso el 4 de febrero de 2012, <http://www.bis.org/publ/work124.pdf>

La crisis financiera mundial que se desató en 2008 ha sido la más severa desde la Gran Depresión de 1929. En la prestigiosa London School of Economics, la reina Isabel II del Reino Unido preguntó ¿cómo es posible que los expertos en economía no la hubieran previsto? El reclamo de la reina puso de manifiesto uno de los fracasos más fuertes de la disciplina económica: sus teorías dominantes no fueron capaces de prevenir la crisis ni han logrado ofrecer explicaciones satisfactorias.

En la oscuridad de ideas que suelen generar las crisis, John Maynard Keynes siempre aparece como una luz adonde voltear la mirada. Esta vez, y de su mano, emerge también la de Hyman Minsky (1919-1996). Su trabajo se fundamenta mucho en Keynes; al igual que él, explora con detenimiento el funcionamiento de los sistemas financieros y cómo el comportamiento a su alrededor puede ser caldo de cultivo de dichas crisis. La ocurrida en 2008 muestra tan fielmente lo trabajado por Minsky que el Wall Street Journal la ha descrito con la frase: "el momento Minsky".

Este libro presenta justamente las ideas de este célebre economista poskeynesiano para explicar cómo se gestan las crisis financieras y por qué las economías modernas son tan propensas a sufrirlas. Adicionalmente, se trazan algunos planteamientos sobre las implicaciones para una economía pequeña y abierta como la de Ecuador, y se discuten ciertas limitaciones de la dolarización, para prevenir y enfrentar momentos turbulentos en la economía.



**FLACSO**  
ECUADOR

ISBN: 978-9978-67-441-3



9 789978 674413