

Hyman Minsky o la inestabilidad financiera

Fabio Sánchez

Libardo Sarmiento

Alvaro Zerda.

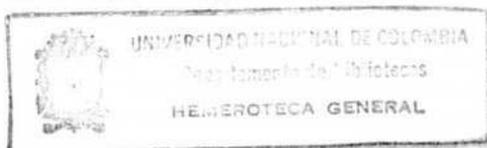
Estudiantes del Programa de Magister
en Economía, Universidad Nacional

1

La interpretación corriente del cuerpo teórico desarrollado por Keynes, la síntesis neoclásica-keynesiana, dominó el campo teórico y político de la economía ortodoxa durante el período inmediato a la posguerra y buena parte de los decenios siguientes (50s y 60s). Aunque se dejaron oír algunas voces disidentes, el eco de sus protestas no traspuso el ámbito académico de sus reducidas parcelas (Principalmente Cambridge, Inglaterra), por lo cual sus argumentos quedaron al buen abrigo de una secta de iniciados.

Pero la tranquilidad que se respiraba en el templo del statu-quo comenzó a verse perturbada por la ruptura del período de expansión y fué así como junto con los primeros síntomas de la crisis económica empezó a evidenciarse otra crisis: la de la teoría económica prevaleciente, que no atinaba a explicarla. Ante la reaparición de fenómenos dejados de lado por la síntesis neoclásica-keynesiana, tales como la inflación con desempleo que contradecía el truculento "Trade-off" a la Phillips, o los sucesivos períodos de fluctuación que iban contra su equilibrio de pleno empleo (o menos), algunos académicos intentaron revisar las bases sobre las cuales descansaban los planteamientos utilizados, que no se correspondían con los hechos de común ocurrencia en una economía capitalista. Esta tampoco evidenciaba la armonía aducida por la gran mayoría de teóricos.

Así, unas veces independientemente y aún bajo el mismo esquema de equilibrio general (Leijonhufvud), y otras con base en las voces disidentes (Robinson, Kaldor, Kalecki), se abogó por "volver a Keynes" para buscar qué fue lo que realmente dijo, con resultados completamente diferentes a los de la síntesis.



Es dentro de este marco "fundamentalista keynesiano" donde se inscribe el trabajo de Hyman P. Minsky, profesor de la Universidad de Washington, resumido en sus libros *John Maynard Keynes*, de 1975, e *Inflation, Recesión and Economic Policy*, una recopilación de artículos publicados entre 1957 y 1980 que edita en 1982^{1/}. La aparición de los polémicos y agudos textos causa profunda conmoción en el ámbito académico. Tal como es su costumbre, la ortodoxia responde con un olímpico silencio.

Mientras que en el segundo libro los artículos se hallan entrelazados por un "énfasis en la necesidad de integrar un entendimiento de los efectos de involucrar las estructuras institucionales en la teoría económica" (prefacio), con el primero Minsky se propone "rescatar lo verdaderamente revolucionario de la teoría general", pues la síntesis neoclásica viola el espíritu y la sustancia del trabajo de Keynes al ignorar la incertidumbre, el carácter cíclico del sistema, las relaciones financieras y, lo más importante, el énfasis de Keynes en el desequilibrio (tiempo, transitoriedad, características institucionales y mecanismos financieros). Su tarea de rescate lo llevará a encontrar, en contraste con la síntesis, que para Keynes el dinero sí importa, pero aún más, que su papel en una economía capitalista, es decir, "en un mundo con pasivos financieros privados" (1975, p. 73), está definido por el hecho de que son las obligaciones financieras las que "compran" los activos de capital. O sea, éstas son usadas para adquirir el control o la propiedad de activos mediante el establecimiento de compromisos de flujos de caja, por lo cual el dinero es la variable clave en la determinación del producto, el empleo, la inversión y los precios. De allí que las instituciones financieras y el comportamiento de los "agentes económicos" sienten las bases de la profunda inestabilidad del sistema, estimulando los períodos de auge pero también propiciando las dificultades que ocasionarán su desplome, como corolario de un proceso de toma de decisiones adelantado en medio de incertidumbre incontrolable y dentro de una economía que, para Minsky, aparece como una extensa red de portafolios.

Pero la misma tortaleza de Minsky señala su punto más débil: al dar prioridad a aspectos financieros del sistema como causas de inestabilidad en la sucesión de estados que "contienen en sí mismos las semillas de su propia destrucción" (1975, p. 80), a tal punto que logra definir la economía Keynesiana como la del permanente desequilibrio

1/ Hyman, P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University press, 1975. *Inflation, Recession and Economic Policy*, New York, M.E. Sharpe, Inc., 1982.

(1975, p. 68), lo hace en desmedro del análisis de los salarios reales, de la productividad y de la calidad del acervo de capital, elementos claves en una teoría de la acumulación. Esto no le resta méritos a su análisis del proceso de financiación de la inversión en el capitalismo. Veamos.

2

La teoría de la inversión desarrollada por Minsky se inscribe en lo que Keynes llamaba una "teoría monetaria de la producción", según la cual el contexto monetario configura el presupuesto fundamental para la comprensión de los ciclos y, principalmente, de la crisis capitalista. Para esta teoría la reproducción del sistema está mediada por el dinero; la inversión es el elemento activo en la determinación del producto y del empleo, y, en una economía capitalista, las actividades financieras regulan el desempeño de la economía.

Para Keynes, y éste es el punto de partida de Minsky, los cambios en el ritmo de la inversión dependen de dos tipos de informaciones: el primero, los rendimientos esperados, Q 's, son las mismas cuasirrentas producto de la escasez del capital que, como representan flujos de caja esperados, involucran puntos de vista acerca del futuro, desde luego cambiantes; el segundo, el precio de oferta de los activos de capital (costo de reposición de la inversión), o en otras palabras, "el precio que induciría a un productor a producir una unidad adicional de tal bien" (1975, p. 95), constituye un programa estable en el período de tiempo relevante. Estos dos elementos son para Minsky las "piedras fundamentales" de la teoría Keynesiana de la inversión, en contraste con la eficacia marginal del capital, subrayada por la síntesis neoclásica. La capitalización de los rendimientos esperados, que permite la introducción de incertidumbre y riesgo, genera un "precio de demanda" para los activos de capital, es decir, un precio para el *stock* de éstos

$$P_{ki} = C_i (Q_i)$$

donde C_i es el factor de capitalización de los rendimientos esperados Q_i . La inversión se llevará entonces hasta el punto en donde "el precio de oferta del bien de inversión iguala el precio de demanda de tal bien" (1975, p. 102). Pero, además, C_i depende de las evaluaciones de mercado sobre la seguridad de un rendimiento incierto y fluctuante, es decir, de la tasa de capitalización en los préstamos de dinero, por lo que el rendimiento probable de un activo de capital dado, Q_i , se transforma en una función que relaciona directamente el P_{ki} con la cantidad de dinero M , y refleja el estado de incertidumbre con respecto a los Q_i esperados. Para cualquier activo de capital el precio de demanda será por lo tanto

$$P_{ki} = P_k (M, Q_i)$$

Lo cual traduce el hecho básico de la inestabilidad de la función, por las relaciones entre la cantidad de dinero y la tasa de interés sobre los préstamos y entre esta última y la tasa de capitalización sobre los préstamos en dinero, calculada sobre las corrientes particulares de Q 's, como también por las fluctuaciones en Q derivadas de los cambios en las expectativas de largo plazo.

Minsky destaca la importancia de las finanzas en una economía capitalista compuesta por prestamistas y prestatarios cuando aborda el proceso de inversión de una "unidad económica" que debe enfrentar la decisión especulativa fundamental de cómo financiar sus necesidades de activos de capital, lo que definirá el tamaño de la firma y su tasa de crecimiento.

En este proceso se lleva a cabo una emisión de pasivos por parte de las firmas, que les permite adquirir nuevos activos de capital. Una empresa espera obtener unos rendimientos Q_i , después de impuestos, y obligaciones que conformarán sus fondos internos. Si la inversión es I_i y P_x es el precio de oferta del activo de capital, entonces $\hat{I}_i = Q_i/P_x$ será la cantidad de inversión financiada internamente, y $P_x I_i - Q_i$ será la deuda financiada, por la que se prometen pagos futuros, CC. Durante un *boom*, cuando el ritmo de inversión es menos sensible a los riesgos de prestamistas y prestatarios, se expande la inversión financiada con deuda y se incrementa la razón CC/Q , lo cual implica que los "beneficios brutos después de impuestos y las obligaciones de pago debido a deuda empezarán a crecer menos rápido que el ritmo de inversión y deuda" (1975, p. 114). Esto indica que en el corto plazo las obligaciones quizá erosionen los flujos de dinero generados por los Q . De esta manera, el *boom* tiene una vida precaria y el comienzo de su fin puede ocurrir por causas tales como "aumentos en salarios, o costos de producción, o costos de intereses que retroalimentan deudas vencidas" (1975, p. 115). Minsky amplía esta argumentación en su ensayo *Finance and Profits. The Changing Nature of American Business Cycles* (1982, pp. 14-58), en donde expone cómo las empresas van modificando su estructura financiera a lo largo del ciclo. Se refiere a tres posiciones financieras básicas; La "Hedge" ó cubierta, en la cual los ingresos esperados superan siempre a las obligaciones adquiridas; la "especulativa", en la que en el corto plazo las obligaciones son mayores que los ingresos, pero es previsible una mejora en el futuro y, finalmente, la "Ponzi", en la que los pagos de intereses en el corto plazo exceden los ingresos, acentuándose esta tendencia en el futuro² /.

2/ Minsky explica en otra parte (1982, p. 70) el origen de esta definición: Charles Ponzi, mago de las finanzas de Boston descubrió como, ofreciendo altos rendimientos sobre

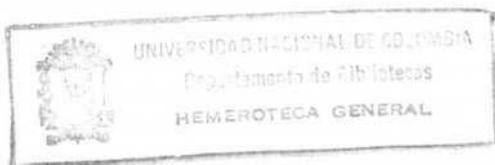
El análisis de Minsky se inscribe así dentro de un marco macroeconómico caracterizado por la existencia de flujos de caja entre las "unidades económicas", cada una de las cuales posee su portafolio (y toma decisiones sobre él) que en síntesis no es más que el conjunto de sus activos y obligaciones. Estos, en cuanto anualidades, representan ingresos o gastos por un tiempo futuro, es decir, constituyen "una secuencia fechada" de flujos anticipados de caja. Desde tal perspectiva, todos los tipos de ingresos —salarios, rentas, intereses o ganancias— son flujos de caja que varían en su seguridad y en su generación (pueden originarse en la venta o hipoteca de activos tangibles en operación). Esta concepción sitúa el sistema capitalista sobre un paradigma especulativo pesadamente determinado por el comportamiento financiero, en donde tanto los activos como las transacciones corrientes son financiados con deudas, en contraste con la estructura ISLM de la macro ortodoxa que no considera la existencia de incertidumbre en las decisiones de portafolio ni en el comportamiento de la inversión, ya que es una formulación de equilibrio atemporal, no de proceso en el tiempo.

3

Sobre estas bases teóricas de interpretación alternativa, en el sentido de recuperar el eslabón perdido de la teoría Keynesiana contemplando explícitamente las finanzas capitalistas y los flujos de caja en su contexto cíclico y especulativo, Minsky intenta construir un modelo de generación endógena de *booms*, crisis y deflación por deudas.

El modelo del proceso de inversión propuesto establece dos mercados: uno determina el precio de demanda por los bienes de capital, y el otro el precio de oferta del *out-put* de inversión. El mercado financiero cumple el papel de vincular ambos, determinando a la par la función de los precios de demanda de los bienes de capital y los términos de financiamiento para los bienes de inversión. De esta forma el sector financiero posibilita el *boom* de la economía con el mayor volumen de créditos, pero igualmente puede generar su contracción en el momento en que el flujo de caja de las empresas sea negativo, es decir, cuando el pago de las deudas al sector financiero sea mayor que los ingresos corrientes de la industria; fenómeno que, según Minsky, se ve acelerado por el incremento de los costos primos (salario, más materias primas) o por la caída en la demanda. Minsky divide esta última en demanda por

dépositos, podía asegurar un gran monto de ellos. En principio logró cubrir sus compromisos incrementando deudas. Sin embargo, una vez los depósitos comenzaron a crecer a una tasa más lenta que sus obligaciones por intereses, no pudo cumplir estas últimas y el esquema "Ponzi", se vino abajo, como sucederá eventualmente en cualquier esquema que utilice deudas para pagar intereses o dividendos, (de lo cual brinda amplia evidencia la crisis del sistema financiero colombiano).



inversión, la cual debe en parte ser financiada externamente, y demanda por consumo, financiada por los salarios, dividendos e intereses recibidos por los hogares. Aquí utiliza el supuesto "conveniente mas no necesario", de que el consumo de los trabajadores es igual a su salario ³ /.

Con los anteriores elementos Minsky presenta inicialmente un modelo de economía cerrada (el gobierno y la demanda extranjera son ignorados), denominada "economía de restricciones presupuestales", cuyos supuestos son los siguientes (1975, pp. 133-6): El ingreso equivale a la suma de consumo y demanda de inversión, $Y = C + I$, la misma demanda agregada que se introduce como la inversa de la función de oferta para determinar el nivel de empleo y en la cual la demanda de consumo juega un papel pasivo, pues dentro del contexto cíclico ésta principalmente depende del ingreso, esto es, $C = C(Y)$. El ingreso también es igual a salarios más ganancias, (en términos brutos) $Y = W + P$. Del total de ganancias (cuasirrentas), una parte es retenida por las empresas (\hat{Q}), otra es usada para la cancelación de deudas y otra sale como pago de dividendos e intereses. La demanda de inversión consta de dos partes: una cantidad puede ser financiada mediante endeudamiento y la otra con recursos internos. La restricción presupuestal para inversión queda definida por:

$$I = (1 + \lambda) \hat{Q};$$

de tal modo que si

$\lambda > 0$ Expansión normal

$\lambda \gg 0$ Boom

$\lambda \leq 0$ Recesión

$\lambda \ll 0$ Deflación por deudas.

Donde \hat{Q} representa las ganancias retenidas en el período, y λ es una variable que indica la proporción de deudas (mientras mayor sea \hat{Q} más fácil será tomar crédito) multiplicada por las ganancias retenidas (los símbolos \gg y \ll indican "mucho más grande" y "mucho más pequeño", respectivamente); $\lambda \hat{Q}$ es el financiamiento externo.

La restricción presupuestal en el consumo es igual a:

$$C = W + \alpha D$$

donde:

$\omega =$ Salario

3/ Más adelante Minsky abandonará este supuesto para introducir en su concepto de "inestabilidad financiera" el elemento adicional del crédito de consumo a los hogares, lo que contribuye a definir su comportamiento en el mundo minskyano, donde tanto firmas productivas como entidades financieras y hogares actúan como Bancos.

α = propensión a consumir de los hogares capitalistas.

$D = Q - \hat{Q}$, es el ingreso de quienes reciben dividendos e intereses.

El total de restricción presupuestal es igual a la suma de consumo más inversión presupuestada.

$$Y = \frac{W + \alpha D}{\text{Consumo}} + \frac{(1 + \lambda) \hat{Q}}{\text{Inversión}}$$

Del ingreso recibido por los hogares (de los capitalistas), $(1 - \alpha) D$ representa el que no ha sido usado para financiar consumo. Pero tan sólo una parte de este ahorro es destinada a financiar inversión: $u (1 - \alpha) D$, así que $(1 - u) (1 - \alpha) D$ es el incremento de la demanda de dinero en el portafolio de los hogares (de los capitalistas), por lo que apenas una proporción de los ingresos de éstos es utilizado como portafolio para bienes financieros; u viene a ser el incremento de demanda por dinero de portafolio. En el argumento de Minsky u es una variable relacionada tanto con el estado de incertidumbre como con la tasa de interés de los préstamos monetarios.

$$\text{Si } \lambda \hat{Q} > u (1 - \alpha) D,$$

parte de la inversión debe ser financiada sin apelar a la intermediación del ahorro de los hogares. El exceso de demanda $[\lambda \hat{Q} - u (1 - \alpha) D]$ para financiamiento de inversión sobre la oferta disponible de ahorros puede ser satisfecha combinando de alguna manera el incremento en la oferta monetaria y la disminución del dinero mantenido en portafolios, es decir, incrementando la velocidad del dinero.

En resumen, a la manera de ver de Minsky, la esencia de la teoría Keynesiana de la inversión está constituida tanto por la forma como la oferta monetaria responde a esa demanda de financiamiento y los portafolios a las condiciones del mercado financiero, así como también por la respuesta que el apalancamiento de los fondos internos evidencia ante los cambios en la incertidumbre y en las mismas condiciones del mercado financiero. El modelo de Minsky indica en consecuencia que el sistema no cuenta con mecanismos homeostáticos equilibradores, que la inversión no proviene toda del ahorro y que parte de ésta es financiada mediante incrementos en la oferta monetaria (emisión de deudas). Además, que el monto total de la posible inversión puede verse disminuido en cada período ante la existencia de una salida monetaria del sistema.

El siguiente paso en su modelo consiste en realizar un análisis de estática comparativa para determinar cómo los cambios en la inversión y en la moneda modifican la determinación del ingreso.

El consumo planeado para un período t está sujeto a los ingresos de los hogares (salarios y capital) en el período anterior:

$$C_{t \text{ ex ante}} = W_{t-1} + \alpha D_{t-1}$$

y la inversión planeada lleva implícitas las ganancias retenidas más un factor de apalancamiento para deuda,

$$I_{t \text{ ex ante}} = (1 + \lambda) \hat{Q}_{t-1}, \text{ así que}$$

$$Y_{t \text{ ex ante}} = W_{t-1} + \alpha D_{t-1} + \hat{Q}_{t-1} + \lambda \hat{Q}_{t-1};$$

como $Y_{t-1 \text{ ex post}} = W_{t-1} + D_{t-1} + \hat{Q}_{t-1}$

entonces $Y_{t \text{ ex ante}} > Y_{t-1 \text{ ex post}}$, en cuanto

$$\alpha D_{t-1} + \lambda \hat{Q}_{t-1} > D_{t-1}$$

ó $\lambda \hat{Q}_{t-1} > (1 - \alpha) D_{t-1}$

Así, para que la inversión financiada externamente incremente el ingreso, debe exceder los ahorros de los hogares. Como una proporción u de los ahorros de los hogares está supuestamente disponible para financiar la inversión, tenemos que:

$$\lambda \hat{Q}_{t-1} = \Delta M_t + u(1 - \alpha) D_{t-1}$$

Y Las condiciones para que se expanda el sistema capitalista son entonces:

$$\Delta M_t > (1 - \alpha) D_{t-1} - u(1 - \alpha) D_{t-1}$$

$$\Delta M_t > (1 - u)(1 - \alpha) D_{t-1}$$

Para

$$Y_{t \text{ ex ante}} > Y_{t-1 \text{ ex pot.}}$$

Donde ΔM_t puede representar al mismo tiempo la creación monetaria y los cambios en la velocidad de rotación del dinero. Es necesario aclarar que para Minsky la creación de dinero es endógena al sistema financiero: surge con la generación del crédito y se destruye con su cancelación, por lo cual el punto de vista de los banqueros y hombres de negocios acerca de las relaciones financieras apropiadas resulta fundamental para el comportamiento del sistema como también para determinar la demanda agregada y el empleo. Punto de vista que es muy voluble pues se guía por el comportamiento pasado de la economía y este cambia constantemente en los diferentes ciclos del sistema: *booms*, crisis, deflación por deudas, estancamiento y relativos periodos de expansión.

La concepción de flujo de caja y la inestabilidad financiera en la economía capitalista resalta en Minsky cuando expone su teoría de los beneficios. Como se dijo atrás, la actividad económica genera flujos de caja, una parte de los cuales es destinada a validar la deuda emitida. Así, la transacción clave de la economía consiste en el intercambio de dinero actual por dinero futuro, con lo cual adquiere la configuración de un Wall Street jamás estático, pues las anteriores deudas y adquisiciones de activos de capital tienen que ser refrendadas por los flujos de hoy: los actuales flujos de caja se ven profundamente determinados por la inversión del momento: la inversión de hoy será validada o no, dependiendo de los flujos de caja que sean generados mañana.

Los flujos de caja que validan la deuda y los precios ya pagados por los activos de capital constituyen beneficios. La pregunta crítica es entonces: ¿qué determina los beneficios en una economía de tales características? (1982, p. 103). Para dar una respuesta, Minsky conserva el supuesto Kaleckiano de que los trabajadores no ahorran y los capitalistas no consumen, con lo cual

$$(1) \quad \pi = I \text{ (beneficios igual a Inversión)}$$

donde I es función de: P_k (precio de los activos de capital), de P_I (precio de oferta de los bienes de inversión), de E_π (beneficios esperados) y de Ext. Financ. (condiciones de financiación externas). Además,

$$(1') \quad I \rightarrow \pi. \text{ La causalidad va de la inversión a los beneficios.}$$

introduciendo el déficit fiscal (DF):

$$(2) \quad \pi^* = I + DF, \text{ donde } \pi^* \text{ son los beneficios después de impuestos.}$$

Aun mas:

$$(3) \quad \pi^* = I + DF - BPDF,$$

donde BPDF es el déficit en la Balanza de Pagos. Extendiendo el modelo para incorporar el consumo capitalista C_{π}^* y el ahorro de los trabajadores, SW, tenemos:

$$(4) \quad \pi^* = I + DF - BPDF - SW + C_{\pi}^*, \text{ así que}$$

$$(5) \quad \pi^* = \frac{1}{1 - C} (I + DF - BPDF - SW)$$

De tal forma que los beneficios se ven influenciados por las relaciones económicas, políticas, sociales y psicológicas que determinan cada una de las variables incorporadas y son definidos, de acuerdo con el papel que desempeñen en la economía: primero, como el flujo de caja que valida o no las deudas y los precios pagados por los activos de capital; segundo como el *mark-up* sobre los costos laborales que asegura la asignación a toda la fuerza de trabajo de lo producido por parte de ella (mecanismo de generación del excedente) y, tercero, como las señales que muestran si la acumulación puede continuar o no y en donde ha de ser utilizado el excedente. De esta manera Minsky caracteriza los beneficios como "el vínculo crítico del tiempo en una economía capitalista" (1982, p. 114).

En cuanto a la función del Estado, para Minsky es decisiva, especialmente en los períodos recesivos, cuando actúa en calidad de "prestamista de última instancia" que compensa la caída del ingreso mediante el déficit fiscal. El Estado incrementa así el acervo de activos líquidos hasta una tasa delimitada por el tamaño de la desviación del presupuesto balanceado de ingreso, con lo cual neutraliza los efectos de un proceso generalizado de deflación por deudas, como fue el caso de la economía norteamericana en 1962 (1982, p. 12).

4

Con el planteamiento de su modelo, Minsky liga el ritmo fluctuante de inversión, que es un concepto de producto, con las variables determinadas en los mercados financieros, forjando la visión de una realidad inestable en sí misma. Sin embargo, como ya se dijo, deja de lado factores claves en la explicación del ciclo, entre los cuales la calidad del acervo de capital, los cambios tecnológicos y, con ellos, el problema de la depreciación.

Con anterioridad, Marx señaló la importancia que guarda este fenómeno para la explicación interna del ciclo. Conocida como la teoría

de las "oleadas repetidas de reposición", ella trata de aclarar que según sean la calidad y la vida útil de la maquinaria y demás bienes duraderos, en las épocas de expansión se revitaliza el sector productor de bienes de capital, en la medida en que se vuelca sobre la economía una gran cantidad de inversión. Posteriormente, durante la vida útil de estos bienes, no habrá necesidad de adquirir bienes de capital, lo cual daría lugar a una depresión. Cuando llega la obsolescencia del equipo, la urgencia de reposición provocaría una gran expansión inflacionista, que entrañaría la iniciación de un nuevo ciclo. Sin embargo, en la vida real no todo el equipo muestra la misma duración, lo cual hace que la demanda por bienes de capital no tenga una tendencia regular. A lo anterior hay que agregar los cambios tecnológicos y la presión característica de la competencia capitalista que obliga al empresario a adoptar los nuevos equipos (por efectos de productividad, de costos, etc.). Todo lo cual contribuye a explicar, junto con las variables financieras, la profunda inestabilidad del sistema económico capitalista.

En conclusión, el trabajo del profesor Minsky constituye una severa crítica de la teoría económica burguesa, desligada de la realidad siempre cambiante de un sistema al que es inherente el desequilibrio. Y para la teoría económica en general, sus tesis significan un refrescante aporte que reafirma la importancia de las variables monetarias financieras en la comprensión de los mecanismos de la economía capitalista.

