

LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA*

Hyman P. Minsky¹

La hipótesis de la inestabilidad financiera tiene tanto aspectos empíricos como teóricos. El aspecto empírico más fácilmente constatable es que las economías capitalistas experimentan de vez en cuando procesos de inflación o de deflación por sobreendeudamiento que parecen potencialmente explosivos. En efecto, durante esos procesos, las reacciones del sistema económico ante un movimiento de la economía no hacen sino amplificarlas, es decir, que tanto la inflación como la deflación por sobreendeudamiento se alimentan a sí mismas. Por otra parte, parece que la intervención de los gobiernos con la intención de detener dichas crisis ha sido inútil en algunas de las crisis pasadas. Esos episodios históricos son una evidencia palpable de la idea de que la economía no siempre responde a los preceptos clásicos de Smith o Walras, que daban por sentado que la economía puede entenderse perfectamente suponiendo que ésta es un sistema estable en constante búsqueda del equilibrio.

Irving Fisher (1933) proporciona la descripción clásica de una deflación por sobreendeudamiento, mientras que Charles Kindleberger (1978) hace lo mismo con el proceso de desequilibrio autosostenido. Por su parte, Martin Wolfson (1986), no sólo recopila información sobre la aparición de relaciones financieras generadoras de inestabilidad financiera, sino que examina varias teorías que explican los ciclos económicos reales a partir de dichas crisis financieras.

Como teoría económica, la hipótesis de la inestabilidad financiera es una interpretación del núcleo de la Teoría General de Keynes. Esta interpretación sitúa a la Teoría General en su contexto histórico. Dado que la Teoría General fue escrita en la primera parte de la década de los años 30, una parte de los hechos que la obra pretendía explicar era la gran recesión financiera y real de los Estados Unidos y las de las otras economías capitalistas del aquel tiempo. La hipótesis de la inestabilidad financiera se basa también en el punto de vista sobre el papel del crédito, del dinero y de las finanzas

* Traducción de Jorge Bielsa, Universidad de Zaragoza.

¹ Documento de Trabajo nº 74. Mayo de 1992, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*. La REC agradece a Jorge Bielsa la traducción y a The Jerome Levy Economics Institute el permiso concedido para la reproducción de este texto que, posteriormente, fue incluido en *The Elgar Companion To Radical Political Economy*, Philip Arestis and Malcolm Sawyer (eds.), Edward Elgar: Aldershot, 1994.

de Joseph Shumpeter (1934, Cap 3). Por último, dos trabajos clave para entender esta hipótesis son, por supuesto, los de Hyman P. Minsky (1975, 1976)

El argumento teórico de la hipótesis de la inestabilidad financiera parte de una economía típicamente capitalista de activos reales con precio elevado que necesitan ser financiados por medio de un complejo y sofisticado sistema financiero. Como señala Keynes, el problema económico consiste en identificar el "desarrollo del capital de la economía", en lugar de la clásica "asignación de unos recursos dados entre usos alternativos" que propuso Knight. Así pues, nos centraremos en el proceso real de acumulación que se produce en una economía capitalista.

En ese proceso de acumulación de capital se producen intercambios de dinero actual por dinero futuro. Así, el dinero actual se utiliza para pagar recursos que se emplean para producir bienes de inversión, mientras que el dinero futuro son los "beneficios" que incrementarán esos bienes de capital propiedad de las empresas (en la medida en que los bienes de capital son usados en la producción). Como resultado de este proceso de financiación de la inversión, el control ejercido sobre parte del stock de capital por las unidades de producción se lleva a cabo gracias a la financiación con deuda, es decir, se genera una serie de compromisos de pago en fechas específicas, o cuando se cumplan determinadas condiciones pactadas. De esta forma, para cada unidad económica los pasivos que refleja su balance determinan una serie temporal de compromisos de pago previos, al igual que sus activos representarán una serie de flujos de caja esperados.

Esta estructura fue perfectamente explicada por Keynes (1972):

Hay una multitud de activos reales en el mundo que constituyen la riqueza en forma de capital (edificios, inventarios de bienes terminados o en proceso de fabricación o de transporte, etc). Sin embargo, para poseerlos, los propietarios nominales de esos activos frecuentemente han pedido prestado *dinero*². Visto desde el otro lado, los verdaderos propietarios de esa riqueza tienen derechos, no sobre esos activos reales, sino sobre dinero futuro. Una parte considerable de esa financiación tiene lugar a través del sistema bancario, que interpone su garantía entre los clientes que le prestan dinero por medio de depósitos y los clientes a los que les presta para que puedan comprar activos reales. Ese velo monetario interpuesto entre el activo real y el propietario de la riqueza es una de las características más destacadas del mundo moderno." (p.151)

Este "*velo monetario*" keynesiano es distinto del que se suele asociar a la teoría cuantitativa del dinero. El "*velo monetario*" de la teoría cuantitativa del dinero se refiere a los intercambios en el mercado de bienes, ya sean dinero a cambio de bienes o a la inversa, por lo que en el fondo se trata de intercambios de bienes por bienes. Por el

¹ Subrayado de Keynes.

contrario, el velo de Keynes supone que el dinero y la financiación están conectados a través del tiempo. Una parte de esa financiación de la economía está constituida por compromisos de pago con fechas determinadas, en la que los bancos son el pivote central. El dinero fluye en primer lugar de los depositantes a los bancos, y luego de los bancos a las empresas. Después, en fechas posteriores, circula en sentido inverso: de las empresas a los bancos y de éstos a los depositantes. En el momento inicial, los intercambios se producen para financiar la inversión y, posteriormente, los intercambios responden simplemente a los compromisos previos establecidos en los contratos financieros correspondientes.

En un mundo del "*velo monetario*" keynesiano, el dinero que fluye hacia las empresas es la respuesta a expectativas de beneficio futuro, y el flujo de dinero procedente de las empresas se financia con los beneficios que efectivamente se han generado. En la configuración keynesiana, los principales intercambios económicos tienen lugar a partir de negociaciones entre banqueros genéricos y empresarios genéricos. Los documentos que están encima de la mesa de negociación explican con detalle los costes y las expectativas de beneficio de los empresarios: los hombres de negocios interpretan las cifras y las expectativas con entusiasmo, mientras que los banqueros lo hacen con escepticismo.

De esta forma, en una economía capitalista, el pasado, el presente y el futuro no sólo están ligados por los bienes de capital y por la fuerza de trabajo, sino también por las relaciones financieras. Las relaciones financieras más importantes vinculan la creación y la propiedad del capital con la estructura de esas relaciones financieras y con sus cambios a través del tiempo. Se puede generar una mayor complejidad institucional como consecuencia de la aparición de varios niveles de intermediación entre los propietarios últimos de la riqueza de las economías y las entidades que controlan y gestionan esa riqueza.

Tanto el flujo de los nuevos contratos financieros con las empresas como el precio de los ya existentes están determinados por las expectativas de beneficios. La cuantía de los beneficios efectivamente obtenidos determina si se cumplen los compromisos establecidos en los contratos, es decir, si los activos financieros responden a lo que se esperaba de ellos en las negociaciones previas.

En el mundo moderno, los análisis de las relaciones financieras y de sus implicaciones sobre el comportamiento del sistema no pueden restringirse a la estructura de las deudas de las empresas y al flujo de dinero que dicha estructura genera. Tanto los hogares (por medio de su capacidad de endeudamiento mediante tarjetas de crédito para la compra de bienes duraderos con precios elevados como automóviles, para la compra de casas, y la posibilidad de adquirir activos financieros); como el sector público (con sus grandes deudas a corto y a largo plazo), o como las entidades de carácter internacional (como resultado de la globalización financiera) tienen estructuras de pasivos que pueden ser aceptadas o rechazadas según la concreta situación de la economía en cada momento. La creciente complejidad de la estructura financiera, junto con la mayor implicación de los estados como agentes refinanciadores —tanto de las instituciones financieras como de las empresas no financieras (ambas características son clave en el mundo moderno)—

pueden hacer que el sistema funcione de forma diferente que en épocas anteriores. En concreto, la vulnerabilidad del sistema ante flujos decrecientes de los beneficios ha disminuido notablemente gracias a la creciente participación de los gobiernos para garantizar que el sector financiero no degenerará como lo hizo en el periodo 1929-1933. Sin embargo, esas mismas intervenciones pueden muy bien introducir un gran sesgo al alza (es decir, inflación) en la economía.

A pesar de la mayor complejidad de las relaciones financieras, el determinante clave del comportamiento del sistema sigue siendo el nivel de beneficios. La hipótesis de la inestabilidad financiera incorpora la visión del beneficio de Kalecki (1965) ó Levy (1983), en la que la estructura de la demanda agregada es la que determina los beneficios. En el esquema más sencillo del modelo, con una representación muy simple del comportamiento del consumo por parte de los perceptores de rentas del capital y de salarios, los beneficios agregados igualan a la inversión agregada en cada periodo. En una estructura más compleja (aunque por ello mucho más abstracta) los beneficios agregados son iguales a la suma de la inversión agregada y el déficit público. Las expectativas de beneficio dependen de la inversión futura pero los beneficios que se obtienen realmente dependen de la inversión efectiva. Como consecuencia de ello, la inversión determina si las deudas contraídas serán aceptadas o no. Se invierte en un momento determinado porque los hombres de negocios y sus banqueros esperan que se invierta en el futuro.

Por tanto, en la medida en que describe la forma en la que la deuda es asumida por el sistema, la hipótesis de la inestabilidad financiera es una teoría sobre el impacto de dicha deuda en el comportamiento del mismo. A diferencia de la teoría cuantitativa del dinero, la hipótesis de la inestabilidad financiera considera seriamente a los bancos como empresas que buscan obtener beneficios. Y lo hacen financiando tanto la actividad económica como a otros banqueros. Como cualquier otro empresario de una economía capitalista, los banqueros son conscientes de que la innovación asegura beneficios futuros. Así, los banqueros (usando este término en sentido amplio para todos los intermediarios financieros), ya sean agentes de compraventa o prestamistas primarios, son comerciantes de deuda, que se esfuerzan en innovar tanto en los activos financieros que compran como en los pasivos que intercambian en el mercado. Estas características innovadoras de la banca y las finanzas invalidan el supuesto de la teoría cuantitativa del dinero ortodoxa, que parte de que existe una magnitud invariable llamada "dinero" cuya velocidad de circulación es lo suficientemente estable como para ser considerada constante, de forma que los cambios en esa oferta de dinero están relacionados lineal y proporcionalmente con un nivel de precios bien definido.

Pueden identificarse tres relaciones entre renta y deuda para las unidades económicas, que denominamos, respectivamente, financiación cubierta, especulativa y Ponzi.

Las unidades financieras cubiertas son aquellas que pueden responder a todas las obligaciones establecidas en los contratos con el flujo de caja que generan, de forma que cuánto más grande sea el peso de los recursos propios sobre el pasivo, más probable es que estemos ante una unidad financiera cubierta. Las entidades financieras

especulativas son aquellas que cumplen sus compromisos de pago gracias a que ingresan recursos con nuevas deudas, pues con los flujos de caja que generan, no podrían devolver el principal de la deuda acumulada. Estas entidades necesitan renegociar su deuda, es decir, emitir nuevos pasivos para financiar los compromisos de la deuda antigua que vence. Los gobiernos con deuda flotante, las empresas con papel comercial renegociable y los bancos son ejemplos típicos de entidades especulativas.

En el caso de las entidades Ponzi, los flujos de caja generados por sus operaciones corrientes no son suficientes, no sólo para devolver el principal, sino tampoco para hacer frente a los intereses de las deudas acumuladas. Tales entidades pueden vender activos o pedir prestado. Pero seguir ambas estrategias (vender activos o pedir prestado) para pagar los intereses (o incluso los dividendos de las acciones), reduce los recursos propios, al tiempo que hace crecer las deudas y los compromisos de pago futuros. Una entidad que adquiere esta categoría reduce el margen de seguridad que ofrece a los acreedores de sus deudas.

Puede demostrarse que si domina la financiación cubierta, la economía puede ser muy probablemente un sistema estable que tiende hacia el equilibrio. Por el contrario, cuanto mayor es el peso de las finanzas especulativas o Ponzi, mayor es la probabilidad de que la economía sea un sistema inestable. El primer teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera sostiene que la economía tiene regímenes financieros bajo los que es estable y regímenes financieros bajo los que no lo es. El segundo teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera pone de manifiesto que a través de periodos de prosperidad prolongados, la economía transita desde relaciones financieras que la llevan a un sistema estable a otras relaciones financieras que la abocan a un sistema inestable.

En concreto, a lo largo de un prolongado período de bonanza económica, las economías capitalistas tienden a transformarse, desde una estructura financiera dominada por entidades financieras cubiertas, a otra en la que aumenta el peso de las que están involucradas en las finanzas especulativas y Ponzi. Más aún, si una economía con un considerable número de entidades financieras especulativas experimenta presiones inflacionistas y las autoridades intentan reducir la inflación mediante restricciones monetarias, las unidades especulativas se vuelven unidades Ponzi y el valor neto de las que ya eran unidades Ponzi se evapora rápidamente. En consecuencia, las unidades con falta de liquidez se verán forzadas a adoptar una posición vendedora. Esto llevará probablemente a un colapso en el valor de los activos.

La hipótesis de la inestabilidad financiera es un modelo que describe cómo una economía capitalista puede experimentar ciclos económicos de diversa gravedad sin necesidad de verse afectada por perturbaciones externas. La hipótesis sostiene que los ciclos económicos observados históricamente son una combinación de (i) la dinámica interna de las economías capitalistas, y (ii) el entramado de intervenciones y regulaciones diseñadas para mantener a la economía operando dentro de unos límites razonables.

BIBLIOGRAFÍA

Fisher, Irving. 1933. "The Debt Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1: 337-57.

Kalecki, Michal 1965. *Theory of Economic Dynamics*. London: Allen and Unwin

Keynes, John Maynard, 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt Brace.

Keynes, John Maynard. 1972. *Essays in Persuasion. ,The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Volume IX. MacMillan, St. Martins Press, for the Royal Economic Society, London and Basingstoke, p 151.

Kindleberger, Charles 1978. *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books

Levy S. Jay and David A. 1983. *Profits And The Future of American Society*. New York, Harper and Row.

Minsky, Hyman P. 1975. *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.

Minsky, Hyman P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.

Schumpeter, Joseph A. 1934. *Theory of Economic Development*. Cambridge, Mass. Harvard University Press.

Wolfson, Martin H. 1986. *Financial Crises*. Armonk New York, M.E. Sharpe Inc.