

ONDAS LARGAS EN LAS RELACIONES FINANCIERAS:
FACTORES FINANCIEROS EN LAS DEPRESIONES
MÁS SEVERAS II*

HYMAN P. MINSKY**

Moses Abramowitz, al comparecer ante la audiencia presidida por el senador Paul Douglas en 1939 sobre empleo, crecimiento y niveles de precios, dijo:

no se sabe todavía si las fluctuaciones largas son el resultado de un tipo de mecanismo estable inherente a la estructura de la economía de Estados Unidos, o si las pone en movimiento la ocurrencia episódica de guerras, pánico financiero o perturbaciones no sistemáticas (United States Congress, 1959: 12).

Al leer estas ponencias para preparar un artículo (Minsky, 1961) hice una excepción respecto al pánico financiero, elemento episódico, exógeno, que Abramowitz consideró causa de los ciclos de experiencia. En una presentación ante la American Economics Association en 1963 argumenté que en las economías capitalistas existe un mecanismo que ha generado fluctuaciones más largas en la experiencia económica. Este mecanismo parte de la necesidad que tienen las empresas de financiar externamente el gasto de inversión y las posiciones de activos en capital, y se centra en los cambios acumulativos de las variables financieras que resultan de las fluctuaciones largas entre expansión y contracción.¹

* Título original en inglés: *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II*. Traducción del inglés al español: Lauro Medina Ortega, Tlatollin, S.C. Revisión de la traducción: Arturo Guillén Romo.

** El autor es un académico distinguido del Jerome Levy Economics Institute del Bard College. Este trabajo se presentó en la reunión anual del AFEE, en enero de 1994. Tanto el título como el contenido del artículo hacen referencia a un trabajo expuesto en 1963: "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions", *AER*, mayo de 1964, pp. 324-335.

1 Tales movimientos financieros se marcan particularmente durante las expansiones que ocurren justo antes de la crisis y en la depresión seria que sigue a ésta, cuyas repercusiones no tienen límite.

El modelo que subyace en mi trabajo de 1963 sigue siendo atractivo, a pesar de que se basa en la acción recíproca Hansen-Samuelson entre el acelerador y la propensión al consumo. Supongamos que las interacciones entre la inversión y el consumo se combinan para generar un proceso que, si no tiene restricción alguna, da origen a una expansión explosiva o a una caída en los precios, el producto o el empleo. Sin embargo, lo que comúnmente ocurre es que no se presentan un crecimiento o un decremento explosivos. Ciertos factores restringen lo que sucede, lo que es económicamente posible y políticamente aceptable.

Mientras los valores razonables de los parámetros de las interacciones endógenas desembocan en un proceso endógeno explosivo, y mientras las expansiones explosivas y las contracciones sólo se presentan ocasionalmente, pues son contenidas por dispositivos como la relativa inelasticidad del financiamiento, es necesario abocarse a la tarea de ofrecer elementos que propicien la inestabilidad y sean efectivos para generar lo que ya sucede de hecho (Ferri y Minsky, 1992). La relativa inelasticidad de las finanzas puede dar origen a una reducción en la tasa de deuda de corto plazo heredada y en la de la nueva deuda de largo plazo. Una oferta inelástica de fuerza de trabajo puede ocasionar aumentos salariales que absorban e incrementen la proporción de ingresos netos. Estas reacciones restringen los flujos de efectivo disponible para cubrir los compromisos de pago de las deudas heredadas y podrían provocar una crisis de liquidez y solvencia.

Si se ve la economía desde esta perspectiva, los "elementos" del proceso económico que se obvian al establecer el "modelo formal" intervienen en la cuestión en cuanto establecen pisos y topes que pueden obstaculizar el alcance de determinada expansión o contracción explosiva endógena. Se restringe lo que sucede para que sea consistente con las condiciones económicas que se hicieron a un lado en el momento de establecer el modelo formal intemporal.²

Las fluctuaciones largas de Abramowitz y los ciclos de depresión propuestos por Friedman y Schwartz coinciden. En 1963 aseguré que incluso desde el punto de vista de Friedman y Schwartz hay evidencias de una fuerte participación monetaria en los ciclos de depresión profunda, mientras que se admite que es mucho menor en las depresiones menos profundas que se presentan entre las depresiones profundas. Friedman y Schwartz (1963) sostienen una explicación monetarista de los ciclos de depresión media, argumentando que "no hay una explicación más atractiva para ambas que separar las explicaciones, especialmente si no hay una explicación alterna bien probada".

2 Nótese que la perspectiva es esencialmente marshallista. Elementos de la realidad económica se colocan temporalmente en un solo costal de *caeteris paribus* cuando se establece un modelo formal y se derivan sus implicaciones. En este punto la pregunta es ¿qué tanto influyen los elementos que se dejaron de lado? En el tratamiento de dinámicas complejas, la definición formal suele dar lugar a series cronológicas de determinadas variables endógenas, las cuales parecen "inaceptables" si se atiende a razones lógicas o se parte de las condiciones económicas y sociales que implican. En este punto cabe preguntar ¿de qué manera afectan a lo que sucede los aspectos de la realidad que se dejaron de lado al momento de establecer el modelo formal?

Se trata de un modelo que combina procesos que, de forma endógena, generan expansiones o contracciones explosivas y restricciones que a su vez están determinadas por ciertos elementos de política o institucionales que se dejaron fuera del modelo formal. La interpretación matemática de un modelo como éste es que si se cumplen las restricciones o las intervenciones de política se detiene el proceso, para recomenzar con las condiciones iniciales que reflejan las restricciones y las intervenciones. Los resultados de las interacciones entre los procesos endógenos (representados por un modelo formal) y las restricciones e intervenciones debidas a características institucionales que se echaron en el mismo costal —tipo Marshall de *caeterus paribus*— al momento de establecer el modelo formal, son ciclos que permanecerán contenidos si se mantienen las restricciones e intervenciones.³

Este enfoque hace que surjan preguntas relativas a qué determina las “restricciones” e “intervenciones” y cuáles son sus límites de eficacia. Tales restricciones e intervenciones están encarnadas en instituciones legisladas y en prácticas que reflejan la interpretación de lo que resultó mal en la economía que estaba vigente en el momento en que entró en vigor la legislación. Quienes intervienen son las autoridades, y lo hacen conforme a los usos dominantes en el momento de hacerlo para restringir lo que sea necesario atendiendo a la eficacia de las posibles intervenciones. Cuando transcurran los lustros, a partir de la creación de las instituciones y el uso de las intervenciones, es muy probable que la “teoría” que guía a los interventores sea muy diferente a la que guió a quienes construyeron las instituciones.⁴

Si el proceso endógeno, junto con las restricciones, implica que la economía ingrese a una deflación de la deuda, entonces la pregunta es ¿en qué forma o qué instituciones contendrán las deflaciones? En Estados Unidos se estableció la Reserva Federal después de la crisis de 1907 para enfrentar las deflaciones de deuda ocasionadas por una crisis de liquidez en los mercados de posicionamiento.

3 El *quid* en los artículos anteriores es el uso de un modelo lineal (*piece-wise*) con pisos y topes que encarnan determinadas restricciones institucionales, las cuales detienen los procesos endógenos para recomenzar con nuevas condiciones iniciales. Si la raíz más pequeña del proceso endógeno fuese mayor que la expansión que permite la restricción más elevada, entonces la solución de la ecuación tendría un coeficiente positivo mayor para la raíz menor y un coeficiente negativo pequeño para la raíz más pequeña y verdaderamente explosiva. En esta forma, un comportamiento explosivo que se ubicara en el tope opuesto podría generar un proceso con un punto de vuelta: el proceso podría explotar hacia el piso, y si el límite fuera el piso mismo, el proceso podría explotar hacia los topes. De ello resultaría un ciclo que oscilaría entre el tope y el piso.

4 Se trata de una variante de la regla de Keynes relativa a la relación entre teoría económica y política económica. En mi versión, la institución encarna la teoría de los economistas cuyos oídos (en tanto responsables de formular políticas) están en el pasado, cuando se crearon las instituciones; las intervenciones reflejan la teoría de los economistas cuyos oídos son los del responsable de formular políticas hoy día, en el momento de realizar la intervención.

La acción legislativa que a mediados de los años treinta estableció seguros de depósito y reformó el Sistema de la Reserva Federal (*Federal Reserve System*) reflejó la teoría e intereses de un grupo muy capaz de hombres prácticos que eran responsables de establecer las políticas, así como de los economistas de esa época. Las intervenciones de los años recientes han estado enfocadas a restringir aquello que se vio como el despegue de la economía hacia la incoherencia, tanto financiera como "real", reflejo de las teorías económicas y prejuicios de aquellos que tenían la responsabilidad administrativa al finalizar los años ochenta y a principios de los noventa.⁵

La hipótesis que me sirvió de guía para desarrollar mi trabajo de 1963 es que las depresiones más severas de la historia se presentan después de un periodo de buen desempeño económico, donde sólo ciclos menores perturban la expansión general de la economía. En la medida en que la economía se expande, siendo interrumpida sólo por desaceleraciones menores, la estructura de los pasivos de las empresas, los hogares y las instituciones financieras, cambia de tal manera que los compromisos de pago de deuda se incrementan en relación con el flujo de efectivo que se deriva del ingreso; incluso la proporción de aquellos activos cuyo valor de mercado es "seguro" declina en relación con el valor total de los activos en el mercado. En trabajos posteriores he denominado a esta transformación "la evolución de una estructura financiera sólida a una estructura frágil".⁶ Mido la fragilidad de la estructura financiera observando la mezcla de diferentes regímenes financieros (proteccionista, especulativo y *Ponzi*) en la totalidad de las finanzas.⁷

En otras palabras, la forma en que se financia el gasto de inversión en una economía capitalista próspera lleva a una acumulación de endeudamiento vinculada a los flujos de capital, la cual no permite que las unidades cumplan con sus compromisos de pago. Como resultado de este tipo de evolución del ambiente financiero, una reducción en los flujos de efectivo en la corriente de ingresos, que en un ambiente de endeudamiento

5 La legislación reciente, diseñada para prevenir que se repita el problema de la insolvencia de los bancos, representa la interpretación que domina actualmente respecto a la debacle de finales de los años ochenta y comienzos de los noventa. Tal interpretación combina dos elementos: uno, que hubo manzanas podridas en el barril, y dos, que a los seguros de depósitos no se les dio el precio adecuado. Esta interpretación difiere de la que considera a la evolución institucional como evolución de prácticas de la debacle; esta última se deriva de lo que aquí se presenta.

6 Abba Lerner caracteriza este punto de vista como "estabilidad desestabilizadora".

7 En el trabajo de 1963 clasifiqué los pagos en tanto que ingresos, hoja de balance y pagos de cartera; la hipótesis fue que los pagos especificados por las hojas de balance, incluidos aquellos provenientes del aumento de la estratificación de las finanzas, se incrementaron a lo largo del periodo de buenos tiempos y ciclos menores. La crisis se presentó cuando las unidades se vieron forzadas a cuadrar los pagos comprometidos en las hojas de balance; esto es, al tratar de vender activos (pagos de cartera), desatándose una caída del valor de los activos y comprometiendo el margen de seguridad que ofrecía un valor neto positivo.

bajo podría contenerse con rapidez, en un ambiente de alto endeudamiento puede incrementarse y romper las barreras, de tal forma que sobreviene una deflación de deuda acumulativa e interactiva.⁸ Después de varias recesiones menores contenidas surge un ambiente financiero donde es posible que irrumpa una deflación seria de deuda.

LA PRUEBA DEL MECANISMO DE CONTENCIÓN

En la conclusión de mi trabajo, de 1964 escribí:

En este trabajo hay una respuesta a la pregunta de si el pánico financiero que sigue a una depresión profunda puede sobrevenir ahora o no, o si puede ocurrir una contracción de onda larga en ausencia de un pánico financiero. Las barreras que se erigieron para contener tal pánico, consecuencia del gran *crash*, no han sido probadas... (Minsky, 1964).

De entonces a la fecha contamos con treinta años de experiencia, y ésta válida en su conjunto la agudeza de dicho trabajo.

Para la construcción de modelos, el avance de las matemáticas experimentales asistidas por computadora posibilita el desarrollo de sistemas de ecuaciones multidimensionales, no lineales y dinámicas, que a su vez permiten simular series cronológicas de variables específicas. A ello hay que agregar que es posible determinar las implicaciones de dichas series cronológicas dando diversas especificaciones a los parámetros del modelo. Este avance ha liberado a los economistas de la necesidad de meter su teorización en una "camisa de once varas", determinada por el manejo de las matemáticas.

Ahora sabemos que las series cronológicas generadas por sistemas dinámicos no lineales se comportan bien durante un tiempo para luego cambiar con bastante rapidez hacia estadios donde aparecen series cronológicas "no controlables". Hay que restringir las series no controlables si se tiene el propósito de generar series cronológicas satisfactorias; para que una economía funcione bien es necesario intervenir oportunamente.

Como resultado de estos desarrollos, en nuestra capacidad para entender sistemas complejos gana fuerza la idea de dividir la explicación de las dinámicas económicas no lineales, es decir, separar los elementos que se incluyen en los procesos dinámicos endógenos, y los acuerdos institucionales e intervenciones gubernamentales que son externos al modelo formal pero que fuerzan los límites sobre los valores de el proceso endógeno. Las restricciones institucionales, sólo efectivas intermitentemente, lo mismo que las intervenciones gubernamentales, pueden interpretarse como

⁸ La referencia clásica para la deflación de deuda es Irving Fisher (1933). Este autor comienza su exposición sobre deflación de deuda partiendo de una condición inicial, que no explica, de "sobrendeudamiento". Mi trabajo puede interpretarse de forma tal que es posible suponer que dicha condición inicial es resultado de la operación de los mercados financieros. Hay un argumento simétrico para la inflación emergente y su pérdida de control.

el establecimiento de nuevas condiciones iniciales para el proceso dinámico endógeno.⁹ Los modelos dinámicos no lineales de la actualidad pueden interpretarse como generalizaciones complejas de modelos de piso y tope del tipo acelerador-multiplicador que estuvieron en boga hace más de treinta años.

En general, las aseveraciones empíricas hechas en 1964, que afirman que durante un periodo extenso de buenos tiempos se va incrementando la deuda en la misma proporción en que lo hacen las acciones ordinarias de las empresas y los compromisos de pago de éstas, los de los hogares y de los intermediarios financieros respecto a los diversos flujos de efectivo, se han ido validando con la experiencia.

Los rendimientos se mezclarán, dependiendo de si los acuerdos institucionales vigentes son suficientes para contener movimientos simultáneos que avancen hacia la inestabilidad. Pese a que entre 1988 y 1992 se presentó una dislocación de gran envergadura en las instituciones financieras y mercados, no ocurrió una deflación de deuda total. Sin embargo, el sistema vigente de déficit gubernamentales que solía sustentar el flujo de utilidades, y las intervenciones de los bancos centrales que proporcionaban liquidez y seguros de depósitos y suplían la falta de capital de las instituciones mal cubiertas, tuvieron que incrementarse mediante el refinanciamiento de los seguros de depósito que el Tesoro ha puesto en práctica. Cuando se colocó la red de seguridad para las instituciones financieras, a mediados de los años treinta, se ignoró que ya desde hacía mucho tiempo la Reserva Federal había permanecido al margen, antes de que se solucionara el cierre de los bancos en 1933. La Reconstruction Finance Corporation desempeñó un papel central en la reapertura de dichas instituciones bancarias.

La crisis de los años treinta y la de finales de los ochenta y principios de los noventa fueron crisis de solvencia provocadas por activos no productivos. La Reserva Federal no es una institución que pueda refinanciar a instituciones que tengan un valor negativo neto asumiendo la función de propietaria.¹⁰ En la medida en que el capitalismo sea financieramente inestable, la introducción intermitente de acciones ordinarias al valor negativo neto de las instituciones financieras —ya sea por medio de una sociedad gubernamental de control, o por una medida *ad hoc* emprendida por el Tesoro y autorizada por el Congreso— formará parte de la estructura económica.

9 En la medida en que son pisos y topes los que determinan el desempeño aceptable de la economía, establecidos por instituciones que pueden resultar de la legislación, y dado que son los administradores quienes ponen en práctica tales determinaciones, el argumento parece bastante anti *laissez-faire*.

10 Todd (1992), del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, nos ha demostrado la importancia del papel que desempeñaron las barreras impuestas a la Reserva Federal para resolver la crisis de solvencia.

Treinta años de experiencia desde 1930 nos han proporcionado mayor información para evaluar si ahora podrían o no presentarse un pánico financiero y una depresión profunda. Las barreras a la deflación de deuda que se erigieron como consecuencia de la gran contracción de principios de los años treinta han sido puestas a prueba en un buen número de episodios bien definidos, comenzando con la crisis de los efectos comerciales del Penn Central de 1968, a la que siguieron la caída de la "industria" del ahorro y préstamo, el colapso del valor de la propiedad comercial y el impacto sobre los bancos de las secuelas de la manía de comprar empresas adquiridas con préstamos respaldados en sus activos.

Los cuatro elementos que constituyeron el mecanismo para contrarrestar un repentino disparo de la deflación de deuda, en tanto representaba un peligro potencial desde finales de los años sesenta son:

1. Déficit gubernamentales, que sostuvieran flujos de efectivo agregado y en particular mantuvieran utilidades brutas.
2. Depósitos especiales bajo auspicio gubernamental y otros fondos a manera de "seguro", que pudieran garantizar que las pérdidas de las instituciones financieras (sobre sus activos) no llegaran (o que llegaran lo menos posible) hasta los depositantes.
3. El Tesoro, que refinanció los depósitos insolventes de las instituciones aseguradoras.
4. Se contuvo al Banco Central, que incrementó la liquidez después de la crisis para que los términos financieros mejoraran.

Regresaré a ello más adelante.

ELEMENTOS DE LOS MECANISMOS DE CONTENCIÓN

Primero, el flujo de utilidades brutas queda determinado por el tamaño y la estructura de la demanda. En particular, el enfoque de Levy-Kalecki (Levy y Levy, 1983; Kalecki, 1971) respecto a las cuentas nacionales y la generación de diversos flujos de efectivo disponibles para validar deudas es especialmente relevante en un mundo donde el sobreendeudamiento es un problema potencial.¹¹ La forma simplificada del punto de vista de Levy-Kalecki respecto a los factores que impulsan a una economía capitalista nos lleva a la siguiente ecuación:

$$\text{ingreso de capital bruto} = \text{financiamiento de inversión bruta}$$

¹¹ Los economistas se han familiarizado con las relaciones entre utilidades e inversión gracias al trabajo de Kalecki, aunque en él subyace la perspectiva de Schumpeter (Schumpeter, 1934). Sin embargo hay evidencias de que Jerome Levy (que fue autodidacta por lo menos en lo que a economía se refiere) había llegado al planteamiento esencial de los sistemas de cuenta centrados en las utilidades mucho antes que Kalecki en su trabajo de los años treinta.

Es así como el ingreso bruto de capital (utilidades) baila al son que le toca la inversión bruta, en la que influye el complejo de multiplicadores para todo el ingreso y el empleo. Las utilidades netas que igualan la relación de inversión habrán de ajustarse para permitir el gasto del déficit gubernamental y la balanza del comercio internacional, así como el pago del ahorro de los asalariados y el gasto de consumo de quienes reciben utilidades como ingreso.¹²

Una conclusión que se infiere de la ecuación ampliada de Levy-Kalecki es que el déficit gubernamental —que se utiliza para financiar las compras de bienes y servicios que hace el gobierno o para financiar las de los jubilados u otras personas que reciben pagos transferidos— es el equivalente de la inversión privada que genera utilidades. En consecuencia, al incrementar el tamaño del gobierno en proporción al tamaño de la economía, la probabilidad de un colapso en las utilidades —como sucedió en el periodo 1929-1933 en Estados Unidos— decrece hasta casi desaparecer.¹³

La principal razón por la cual el colapso del gasto de la inversión en construcción al inicio de los años noventa no provocó una caída en el flujo de utilidades en Estados Unidos es que durante ese periodo se incrementó el déficit gubernamental. Fue así, aunque dicho déficit gubernamental exageró durante ese periodo el efecto de la acción del gobierno sobre el flujo de utilidades. El refinanciamiento que concedió el gobierno a los bancos y a las asociaciones que otorgan servicios de ahorros y préstamos cuando los fondos de seguro de depósitos no les resultaron suficientes para cubrir sus compromisos, no financió el empleo ni transfirió pagos, por lo que no formó parte del mecanismo que fuerza las utilidades en una economía. Sin embargo, al prevenir que las pérdidas sobre los activos pudieran llegar a los propietarios de depósitos, esta erogación del gobierno evitó un colapso del gasto de aquellas familias cuyos depósitos podrían haber sido congelados. Un decremento del gasto en consumo habría ocasionado un colapso de utilidades superior al que hubiera sido producto de la caída en la inversión.

Segundo, el seguro para los depósitos se puso verdaderamente a prueba por primera vez a finales de los años ochenta y principios de los noventa, cuando un número sin precedente de instituciones de ahorro y préstamo y de la banca comercial se vio afectado por una epidemia de activos “no redituables”, a pesar de que el déficit gubernamental durante esos años evitó el colapso de las utilidades brutas de las empresas. La deficiencia de los seguros de depósito se hizo evidente en los años ochenta y noventa, cuando éstos remplazaron al capital perdido, lo cual fue resultado de

12 El insumo-producto del ingreso por utilidades es particularmente importante en las economías capitalistas modernas, en las que los pensionados reciben un ingreso decoroso y financian el consumo con las pensiones sociales.

13 El punto esencial es que si se considera que la inversión bruta constituye 16% de la producción nacional, entonces una fuerte caída de ésta no podrá ser absorbida por el déficit de un gobierno federal que equivale a 20% del producto nacional bruto.

una combinación de los impactos sobre el valor neto de las instituciones durante la era Volcker, caracterizada por una inversión en la tasa de interés, que fue seguida por una epidemia de activos no redituables.¹⁴

Los acuerdos financieros para vivienda que se introdujeron durante la gran depresión de 1929-1933 descansaron sobre un compromiso implícito entre: la Reserva Federal, las organizaciones de seguros de depósitos para la banca de ahorro y las sociedades de ahorro y préstamo; es decir, el gobierno de Estados Unidos y las instituciones financieras (como la banca de ahorro y las sociedades de ahorro y préstamo). Con tal acuerdo se asumió que la Reserva Federal y el Tesoro garantizarían las tasas de interés con su *stock* de activos hipotecarios.¹⁵ Esto implicó que la utilización de las tasas de interés como arma para restringir la demanda agregada y las presiones inflacionarias se viera limitada por una condición: no comprometer el valor neto de los ahorros. Con la tasa de interés que aplicó a principios de los años ochenta, la Reserva Federal rompió ese contrato implícito. Las pérdidas —tanto en operaciones como por la cotización de hipotecas en el mercado— fueron tales que el valor neto de muchos ahorros se redujo hasta quedar debajo de cero, a pesar de que no se presentó una crisis debida a activos no redituables.¹⁶

Las instituciones que tenían un valor neto negativo, o un valor de mercado pequeño o cercano a cero, no fueron refinanciadas para que tuvieran un valor neto positivo, ni fueron tampoco liquidadas: se mantuvieron abiertas debido a la fortaleza de la garantía del seguro y se les dio la oportunidad de crecer y superar así su valor neto negativo; para

14 La era Volcker le arrebató valor neto a los ahorros y préstamos y a las instituciones de ahorro, a pesar de que sus activos eran redituables. La reducción del valor neto del ahorro y del préstamo trajo como consecuencia que la supervisión y la regulación designadas para proteger a los seguros de depósito tuvieran que restringirse más. Por el contrario, durante los años de Reagan/Bush que siguieron a la era Volcker se relajaron la supervisión y la regulación.

15 Este acuerdo implícito fue adquiriendo mayor relevancia conforme se incrementaron las condiciones de pago al comienzo de la hipoteca, constante y totalmente amortizada, a pesar de que el enganche decreció inicialmente. Esto es, se incrementó la vulnerabilidad de las sociedades de ahorro y préstamo, de la banca de ahorro y de las compañías de seguro ante el aumento súbito de las tasas de interés, aun cuando las alzas de las tasas de interés adquieren mayor relevancia en el esfuerzo que implica el detener la inflación.

16 He aquí algunas definiciones:

Pérdidas por operación. Se dan cuando la suma de los costos de operación y financiamiento exceden al ingreso proveniente del interés de los activos y cuotas.

Cotizar hipotecas en el mercado significa que cuando las tasas de interés se incrementan, la cartera se valora en los libros de la institución y en el "pensamiento" de quienes establecen las regulaciones sobre los precios del mercado. Cuando la tasa de interés vigente es mayor que la tasa de interés sobre hipotecas en una cartera, el valor de ésta se cotiza a la baja. Debido a la naturaleza unilateral del refinanciamiento en las hipotecas estándar, las instituciones tenedoras de acciones no pueden incrementar el valor de su cartera de hipoteca si las tasas de interés caen, pues quien recibe un crédito tiene la opción de refinanciar sin recibir sanción alguna.

ello se les permitió incrementar su costo de financiamiento real (ya bastante elevado), cosa que se les había prohibido con anterioridad. A estas instituciones se les proporcionó una base implícita de valor real que les permitió financiar su ingreso a nuevas líneas de negocios; para ello se les otorgó una garantía continua de pasivos por medio del depósito de fondos del seguro. Se estableció un juego en el que los administradores de los dineros —generalmente nuevos— en las instituciones de ahorro y préstamo ganarían si los nuevos activos redituaban, y los fondos de seguro perderían si no resultaban redituables. La forma en que el gobierno y los ahorradores jugaron en los años ochenta tuvo como resultado que el gobierno perdiera y los ahorradores ganaran.¹⁷

Los seguros de depósitos evitaron que la pérdida de valor de los activos llegara hasta los depositantes; sin embargo el cumplimiento de la garantía empeñada en los seguros daba mucho que desear. Cuando el seguro de depósito entra en acción en una institución en quiebra recupera el valor neto de dicha institución y esto le permite sufragar el pago de los depósitos. A cambio la autoridad del seguro de depósito mantiene los activos —redituables y no redituables— de la institución en quiebra. Es típico que los pasivos depositados, los activos redituables y los dineros del seguro de depósito sean transferidos a una institución que sigue operando, mientras que los activos no redituables pasan a ser propiedad de la organización aseguradora del depósito para su liquidación. Para deshacerse de los activos no productivos, cosa que todo banco que siga operando desearía, la administración de la organización intentará liquidarlos rematándolos en el mercado al precio que pueda obtener por ellos.

Tercero, el Tesoro carga con el costo de la deficiencia de los fondos segregados de la organización formal, esto es, de la aseguradora del depósito para los pasivos depositados que serán validados. El asegurar los depósitos puede interpretarse como una gran operación de refinanciamiento de liquidación en la que los títulos de los activos no productivos se quedan en manos de alguna organización gubernamental. La utilización de una compañía gubernamental tenedora es una opción a la vía del seguro de depósito para manejar el valor negativo neto de una institución financiera.

Durante la gran depresión, la Reconstruction Finance Corporation (RFC) de Estados Unidos fue una compañía gubernamental tenedora de activos que inyectó activos netos a algunas empresas que de otra forma habrían caído en bancarrota; asimismo ayudó al financiamiento de iniciativas industriales. La RFC no sólo fungió como una empresa tenedora de activos, sino como un banco propiedad del gobierno que financió inversiones.

¹⁷ Otra forma de decirlo es que en los años ochenta nadie ponía atención en el interés de los depósitos de seguro de fondos, el Tesoro o los contribuyentes.

La diferencia entre una compañía tenedora —de propiedad gubernamental— y un enfoque basado en el seguro de depósito, es que en el primer caso la organización con valor negativo neto recibe una inyección de activos y por lo general una nueva administración, a la vez que se mantiene como institución; mientras que en el segundo se liquida a la organización o se le integra a una institución que sostiene su operación con ayuda de los dineros del gobierno. En el caso de una compañía tenedora, el ahora nuevo propietario de la organización (es decir, la compañía tenedora gubernamental) gira instrucciones a la nueva administración para que se deshaga de los activos no redituables y vuelva a obtener utilidades. En Estados Unidos, después del cierre de los bancos en 1933, el volver a obtener utilidades significó la privatización de muchas instituciones para hacerlas redituables utilizando ganancias retenidas o fondos obtenidos en el mercado de capital, o readquiriendo bonos, acciones preferentes y acciones ordinarias que habían pasado a manos de la compañía tenedora gubernamental en la operación de refinanciamiento. En aquella experiencia la acción de la compañía tenedora gubernamental fue transitoria.¹⁸ El enfoque que aconseja utilizar a una compañía tenedora para contener la crisis de solvencia resulta especialmente útil cuando buena parte de las instituciones en el mercado de capitales hacen de la privatización una opción posible una vez que se vuelve a obtener utilidades: la inyección de activos netos por parte de la compañía tenedora gubernamental puede ser una opción eficiente frente a un juicio por quiebra.¹⁹

Cuarto, la Reserva Federal no desempeñó un papel clave para solucionar el problema del cierre de los bancos en 1933 ni la crisis de valor neto de la banca y otras instituciones financieras en los años ochenta y noventa. El actor clave en el año de 1933 fue el RFC, mientras que en los ochenta y noventa lo fueron el Tesoro y el Congreso.

Tanto la crisis reciente como la de 1933 giraron en torno a la insolvencia de las instituciones, ocasionada por las acciones no redituables que tenían en cartera. La Reserva Federal, tal como está establecida, es capaz de resolver problemas de falta de liquidez, pero no puede proporcionar fondos con activos netos a instituciones con valor negativo neto.

18 La IRI italiana fue una organización similar a la RFC; sin embargo los activos de la IRI no se privatizaron durante los años comprendidos entre la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, ni en los posteriores a la guerra. La IRI desempeñó un papel significativo en el crecimiento de la economía italiana después de la Segunda Guerra Mundial.

Entre 1992 y 1993 la corrupción a gran escala del gobierno italiano se hizo pública; gran parte de ella se centraba en las operaciones de la IRI y las organizaciones que de ella surgieron. Es necesario distinguir la corrupción de los años ochenta y noventa del éxito inicial que tuvo esta compañía tenedora, de propiedad gubernamental, para contribuir al desarrollo de la Italia moderna.

19 En el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial, el refinanciamiento que hizo el Tesoro de Estados Unidos del Continental Illinois Bank en quiebra y de Chrysler Corporation, fue seguido por una recuperación acelerada y por la vuelta a la obtención de utilidades, de ahí que se lograra una privatización exitosa.

El tratar la insolvencia como un asunto de falta de liquidez en los casos de insolvencia severa sólo empeora la situación de las instituciones, ya que la Reserva Federal proporciona liquidez arrancándole al banco en quiebra los activos redituables. Una institución que tenga activos no redituables existirá como consecuencia de que la Reserva Federal proporcione liquidez por medio de actualizaciones (*discountings*).

Sin embargo no todas las crisis financieras son de solvencia. La crisis del mercado de valores comerciales que siguió al "fiasco" Penn-Central de mediados de los años sesenta fue de liquidez, ya que algunas empresas solventes no pudieron refinanciar sus valores comerciales pendientes (no saldados) porque quienes participaban en el mercado sospecharon que estaban protegidos. La Reserva Federal pudo contener la crisis proporcionando fondos de reserva a los bancos; con ello el financiamiento bancario pudo remplazar el financiamiento del mercado para las empresas solventes. De manera similar, la restricción del crédito durante los años sesenta se resolvió cuando la Reserva Federal anunció que la ventanilla de descuento estaba disponible para los bancos que pasaran por una situación difícil. En un mundo de activos redituables la Reserva Federal puede resolver crisis transitorias de liquidez.

La Reserva Federal desempeña un papel positivo en la solución de una crisis sistemática de solvencia al proporcionar liquidez a los mercados financieros para que las tasas de interés a corto plazo desciendan. El decremento de estas tasas hará que disminuyan los costos de mantenimiento tanto para los activos reales como para los financieros, por lo que éstos tenderán a incrementar sus precios. En un tiempo relativamente breve, después de haberse controlado el desarrollo pleno de la crisis, el valor de mercado de los activos de largo plazo que encabezan ciertos flujos de efectivo esperados se incrementará por encima del nivel que tenía durante la crisis (aunque no lo suficiente para que sea posible cubrir los pagos en efectivo que requirió su financiamiento anterior).

Una caída generalizada de las tasas de interés facilita la transición del estancamiento que sigue a una deflación de deuda a una economía en crecimiento. La Reserva Federal, junto con el déficit gubernamental que sostiene las utilidades, puede reducir el periodo de estancamiento que sigue a la contención de una deflación de deuda.

La Reserva Federal no puede paralizar los giros de una economía capitalista y evitar así un desempeño inaceptable. Un afán excesivo por incrementar las tasas de interés para contener una inflación poco significativa bien podría ser causa de una crisis de solvencia, y esto a su vez originaría una situación que la Reserva Federal no podría controlar. Si la Reserva Federal centra su atención en apoyar el desarrollo de capital en la economía, caerá en la cuenta de que el papel más apropiado que puede asumir es abocarse a mantener condiciones financieras estables,

* N. de T. Es decir, calculando el valor actual de la inversión futura.

no necesariamente precios estables. El operar en términos financieros y con valores en activos, llegando a afectar seriamente la solvencia financiera de las instituciones, no sustentará el desarrollo de capital en una economía.

CONCLUSIÓN

La perspectiva que ofrecí en mi artículo de 1964, al que hace referencia este trabajo, sigue vigente. La economía capitalista moderna es un sistema monetario intensamente financiero, y las finanzas no son neutrales. Más aún, parece confirmarse el mecanismo sobre el que he centrado mi interés: después de un periodo durante el cual no hay pánico financiero ni una depresión profunda, la estructura financiera cambia en tal forma que la estratificación financiera se incrementa, y la proporción de lo que denominé "posturas financieras Pozi" y de las posturas especulativas también se incrementa. Lo anterior puede definirse como el primer postulado de la hipótesis de inestabilidad financiera. El segundo sería que el aumento de la estratificación financiera y el cambio de la estructura de compromisos de pago intensifican progresivamente la vulnerabilidad del sistema financiero respecto a un proceso de deflación de deuda, lo que podría desembocar en un ciclo de depresión profunda para la economía.

Así, el pánico financiero y las depresiones profundas pueden ser considerados a lo largo de la historia como eventos que forman parte del funcionamiento normal de una economía capitalista. No obstante, en la medida en que la estructura institucional de este tipo de economía cambia (debido tanto a la legislación como a las reacciones endógenas de las unidades económicas), podemos afirmar que nunca reproduce el pasado. Por lo demás, el paso del tiempo permite apreciar algunas facetas del ciclo económico, pero sólo en forma entrecortada o mostrando apenas ciertos vestigios: en particular es posible que la estructura institucional contenga o absorba las fuerzas que producen el pánico financiero y los ciclos de depresión profunda.

Gracias a que las pérdidas en los activos de las instituciones financieras no llegaron hasta los hogares, ocasionando un incumplimiento masivo de lo estipulado en relación con sus activos en depósito, no ha ocurrido un descenso acumulado de la economía en los años recientes. La estructura que se estableció en los treinta se mantuvo y se complementa con fondos *ad hoc* del Tesoro en un ambiente moderno que genera "utilidades" y que incluye un incremento considerable del tamaño relativo del gobierno.

Como resultado se podría pensar que la economía ha tratado de evitar una depresión profunda de ciclo largo, pasando del umbral de deflación de deuda a un estado de estancamiento. Durante la etapa de estancamiento las carteras de las empresas, los hogares y las instituciones financieras están, por decirlo así, en "orden": la estructura financiera se robustece. Conforme va desapareciendo la crisis en la economía se va disipando la

aversión al riesgo y se liberan los términos financieros. Conforme una expansión modesta de la economía va remplazando el estancamiento, las instituciones financieras y hojas de balance, en general, se van robusteciendo. El éxito continuo sienta las bases para el incumplimiento. Una situación financiera robusta que pueda considerarse excesiva dará lugar al desarrollo de nuevos instrumentos. Una vez más se restablece la confianza en el poder de las finanzas creativas; no obstante, y pese al predominio del optimismo, se erosiona la fortaleza de las finanzas: se incrementa la ventaja de la fragilidad financiera.

El mundo se transforma día con día para llegar a un capitalismo universal. Parece que la característica que prevalece en la próxima era de expansión del capitalismo será la integración financiera mundial, gracias a las comunicaciones actuales y a las posibilidades de mantener registros y utilizar las capacidades de las computadoras. Cabe preguntar si el control financiero y fiscal y el apoyo a las instituciones de los gobiernos nacionales podrán detener las consecuencias de la fragilidad financiera mundial y de una deflación de deuda internacional.

Una vez más, el pasado no es una buena guía para el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Ferri, Piero y Hyman P. Minsky (1992), "Market Processes and Thwarting Systems", *Structural Change and Economic Dynamics* 3, núm. 2, pp. 79-91.
- Fisher, Irving (1933), "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*.
- Friedman, M. y Anna J. Schwartz (1963), "Money and Business Cycles", *Friedman, M. y Anna J. Schwartz (1963), "Money and Business Cycles", Review of Economics and Statistics* (suplemento).
- Kalecki, Michael (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Levy, S. Jay y David Levy (1983), *Profits and the Future of the American Economy*, Nueva York, Harper and Row.
- Minsky, Hyman P. (1957), "Monetary Systems and Accelerator Models", *American Economic Review*.
- ——— (1959), "A Linear Model of Cyclical Growth", *Review of Economics and Statistics*.
- ——— (1961), "Employment, Growth and Price Levels: A Review Article", *Review of Economics and Statistics*, núm. 42.
- Schumpeter, J. A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press.
- Tood, Walker (1992), "History and Rationales for the Reconstruction Finance Corporation", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- United States 86th Congress. Joint Economic Committee (1959), *Employment, Growth and Price Levels*, Hearings, Part 2: Historical and Comparative Rates of Production, Productivity and Prices, p. 12.