

Apuntes del CENES

ISSN 0120-3053

Vol. XXVIII - No. 48

Págs. 9 - 26

Diciembre 2009

La crisis económica mundial. Contexto y algunos elementos explicativos a partir de Keynes y Hyman Minsky

OLIVER M. MORA TOSCANO*

Fecha de recepción: 17 de octubre de 2009

Fecha de aprobación: 12 de noviembre de 2009

* Docente asistente de tiempo completo, Escuela de Economía, Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia, UPTC. Actualmente en comisión de estudios de Doctorado en Economía con énfasis en Economía del Desarrollo en la Universidad Federal del Río Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, Brasil.

RESUMEN:

En este texto se analizan los principales aspectos involucrados en la aparición y desarrollo de la actual crisis económica y financiera mundial, la cual tuvo su principal desarrollo durante el año 2008. Igualmente, se contemplan algunos aspectos explicativos a partir de los postulados de Jhon Maynard Keynes y Hyman Minsky. Específicamente se consideran aspectos como, las crisis y la inestabilidad en el nivel de precios, las fluctuaciones en el nivel de producto, el empleo y la permanente fragilidad y especulación presente en el sistema financiero global. De acuerdo a esta visión teórica keynesiana y poskeynesiana, todos estos aspectos son propios del capitalismo y, por ende, han estado siempre presentes a lo largo de su evolución histórica.

Palabras clave: crisis económica, inestabilidad y especulación financiera, desequilibrios económicos, demanda efectiva, papel de la moneda, crisis de liquidez.

ABSTRACT:

In this paper we analyze the main aspects involved in the emergence and development of the current global economic and financial crisis, which had its main development during 2008. Also explains some aspects are covered from the tenets of John Maynard Keynes and Hyman Minsky. Specifically, consider things like, crises and instability in the price level, fluctuations in the level of output, employment and the continuing fragility and speculation present in the global financial system. According to this view Keynesian and post-Keynesian theory, all these aspects are inherent in capitalism and, therefore, have always been present throughout its historical evolution.

Key words: Economic crisis, instability and financial speculation, economic imbalances, effective demand, paper currency, liquidity crisis, economic policy.

1. Introducción

El presente artículo tiene como propósito principal, efectuar una revisión de los principales aspectos presentes en la obra de Keynes y Hyman Minsky para comprender la naturaleza y alcance de las crisis económicas, así como describir y analizar, en sus aspectos fundamentales, el contexto específico de la crisis económica y financiera mundial actualmente en desarrollo, y cuyas principales manifestaciones y efectos se presentaron en 2008.

Además de esta introducción, el artículo comprende, en primer lugar, algunos elementos a partir de Keynes que pueden contribuir en el entendimiento de las crisis económicas. Posteriormente se realiza lo mismo para el caso de la obra de Minsky, con especial énfasis en su hipótesis de la inestabilidad financiera.

Por último, se presentan algunas consideraciones a partir de lo reseñado a lo largo del texto.

2. Las crisis económicas. Algunos elementos a partir de Keynes

A lo largo de su obra, Keynes siempre se preocupó por entender la naturaleza de los problemas económicos del capitalismo moderno, tales como las inestabilidades del nivel de precios, las fluctuaciones cíclicas de los niveles de producto y empleo, las crisis del sistema monetario y financiero internacional, y presentar, igualmente, soluciones para los mismos. Las soluciones a esos problemas se dirigen, en general, hacia la regulación del capitalismo por parte del Estado.

A partir de la obra de Keynes, se van a considerar algunos de los elementos

básicos de su análisis que puedan explicar las crisis económicas. En lo fundamental, en el artículo se van a considerar respectivamente y en ese orden, los aspectos de dos de sus libros, "A Treatise on Money" y la "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero".

En el caso de "A Treatise on Money" (presentado en dos volúmenes), Keynes analiza, desde una perspectiva tanto teórica como práctica, el papel de la moneda y la dinámica del sistema monetario desde el nivel nacional como internacional. Específicamente, en el primer volumen, Keynes construye una teoría de la elección de activos, relacionando así los sectores real y monetario del sistema económico. De esta manera, se analiza el funcionamiento de la economía cuando suceden cambios en las expectativas de los precios de los activos; estos cambios afectan las decisiones de gastos de los agentes y, por esta vía, también se presentan efectos sobre los niveles de producción y empleo.

En este mismo texto y volumen, Keynes considera que los desequilibrios se manifiestan cuando aparece la disposición por parte del público por mantener la riqueza en forma monetaria¹. En general, la idea de Keynes es demostrar que una proporción importante de la renta

es atesorada con fines de especulación. Este atesoramiento se explica frente a la existencia de la incertidumbre en relación al valor futuro de los precios de los activos².

Cuando las expectativas condicionan la variación de los encajes reales, entonces, el nivel de recursos dirigidos hacia la circulación financiera del capital pasa a depender, en los mercados financieros, del comportamiento especulativo del conjunto de los agentes económicos. En este mercado, aquellos agentes con posiciones pesimistas frente al curso de la economía juegan al alza de las tasas de interés y, por lo tanto, a la caída del precio de los títulos financieros. Esta actitud genera la retención de moneda, conduciendo, de esta forma, hacia una crisis del sistema económico, esto bajo el supuesto de todas las demás variables constantes. Por el contrario, aquellos agentes con posiciones optimistas, actúan bajo la convicción de una disminución en la tasa de interés y, en consecuencia, en la elevación de los precios de los títulos financieros. Suponiendo aquí también las demás variables constantes, en este último escenario lo anterior conduciría hacia la reducción en el atesoramiento de moneda y, por ende, hacia el crecimiento de la economía³. En últimas, los desequilibrios se manifiestan cuando se presenta la

¹ Ferrari, Fernando (2006): "As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes", en *Revista economia contemporânea*, mayo-agosto, Río de Janeiro, p. 223.

² Keynes, John Maynard (1976): *Treatise on Money*, New York, AMS Press, pp. 204-206.

³ Ferrari, Fernando (2006), Op. Cit., p. 224.

disposición de los agentes en mantener o no moneda en sus encajes reales.

A partir de lo anterior, Keynes concluye que son las fluctuaciones en la circulación del capital las que terminan generando el desequilibrio del sistema económico. Por lo tanto, para Keynes no existe una relación proporcional entre la oferta monetaria y el nivel de precios, tal como lo indica la teoría cuantitativa de la moneda. Y esto es así porque, para él, la demanda por moneda, expresada en la velocidad de circulación de la misma, no es constante⁴.

Desde esta perspectiva, la propuesta keynesiana, en el escenario de crisis, consiste fundamentalmente en dos acciones de política. La primera, consiste en una política que debe propender por el equilibrio entre la tasa natural de interés, que permite el retorno de la inversión, y la tasa de interés de mercado, determinada por el Banco Central y por el conjunto del sistema financiero. Actuando de esta manera, los niveles de inversión y ahorro tienden a igualarse. La segunda, hace referencia a una mayor injerencia del Estado en la economía a través de una política fiscal más activa, esto en un contexto en el cual la política monetaria resulte impotente para restaurar el equilibrio y, por ende, para resolver la situación de crisis.

Con respecto a la “*Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*”, se podrían resaltar, a lo largo de sus páginas, dos propósitos fundamentales. Primero, analizar la lógica de funcionamiento de una economía monetaria resaltando en ese análisis la negación del principio de los mercados que se equilibran y se regulan por sí mismos, sin la mediación de un agente exógeno. Segundo, proponer en el libro mencionado medidas de política económica que eviten las fluctuaciones cíclicas en los niveles de empleo y del producto⁵.

Las variaciones en la demanda efectiva y en el nivel de empleo ocurren porque los individuos prefieren retener moneda, esto ante la incertidumbre y desconocimiento que se tiene frente al futuro. Esa retención de moneda posterga, entonces, las decisiones de gastos de consumo o de inversión por parte de esos mismos individuos.

En ese contexto Keynes considera que la moneda, por lo tanto, deja de ser neutra. En ese sentido, la retención de moneda configura una forma de seguro contra la incertidumbre existente en los individuos frente a sus planes de producción y de consumo. Ese hecho condiciona de manera importante la dinámica del proceso productivo. La moneda constituye así un activo que se diferencia de los demás, esto debido a

⁴ Keynes, John Maynard (1976), Op. Cit., p. 254.

⁵ Ferrari, Fernando (2006), Op. Cit., p. 226.

sus propiedades esenciales;⁶ y, su importancia es tal, que por medio de los contratos monetarios ella aproxima el pasado, el presente y el futuro, coordinando, de esta forma, el conjunto de la actividad económica⁷.

El principio central de demanda efectiva es desarrollado en la “*Teoría general*” a partir del concepto de no neutralidad de la moneda ya mencionado. La insuficiencia de demanda efectiva se presenta por la destinación que los individuos hacen de la renta en forma de riqueza no reproducible, en lugar de destinarla a la obtención de bienes producidos por el trabajo. En consecuencia, las crisis económicas aparecen porque la moneda se constituye, en ese contexto, en una forma alternativa de riqueza, esto teniendo en cuenta el principio de demanda efectiva.

La insuficiencia de demanda efectiva puede ocurrir en un escenario en donde la política monetaria no consigue inducir el gasto monetario de los agentes económicos (modificando así sus decisiones al respecto) y en donde la flexibilidad de los salarios nominales no resulta suficiente para mantener al sistema económico en pleno empleo. Aquí para Keynes la solución a las crisis de demanda efectiva se encuentra en la intervención económica del Estado. Esa intervención

puede darse en términos de la actividad productiva y la aplicación de políticas públicas; igualmente, el Estado puede intervenir a través de la creación de un ambiente institucional favorable a las decisiones de consumo y de inversión por parte de los agentes económicos.

Keynes, en la “*Teoría general*”, señalaba igualmente, que en las economías monetarias de producción la organización de los mercados financieros enfrenta un dilema entre liquidez e inversión. Esto es así, por cuanto, de un lado, los mercados financieros estimulan el desarrollo de la actividad productiva, esto al otorgarle a los activos una mayor liquidez, lo cual garantiza al inversor no quedar atrapado en la irreversibilidad de su inversión. Sin embargo, por otro lado, también los mercados financieros aumentan las posibilidades de ganancias especulativas⁸.

Sobre este asunto Keynes indica que, “los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo representan burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero tal situación es seria cuando la empresa se convierte en una burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en un subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal”⁹. Ése es precisamente el contexto dentro del

⁶ Keynes, John Maynard (2003): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, cuarta edición, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, cap. 17.

⁷ Ferrari, Fernando (2006), Op. Cit., p. 227.

⁸ Keynes, John Maynard (2003), pp. 166-169.

⁹ Ibid, p. 167.

cual se pueden enmarcar los mercados financieros de hoy, mercados caracterizados por su intensa especulación y la inestabilidad que ellos generan a la economía como un todo. Buena parte de esa inestabilidad explica la crisis financiera actual, tal como observaremos más adelante.

En ese sentido, desde la perspectiva keynesiana, la inestabilidad financiera no es concebida como una anomalía, sino como resultado de la propia forma de operación de los mercados financieros globales,¹⁰ ampliamente liberalizados y sin una estructura de regulación adecuada. Por lo tanto, las crisis no son sólo el producto de determinados comportamientos irracionales de los agentes económicos sino que forman parte de la misma lógica estructural del sistema económico.

3. Crisis económica e inestabilidad financiera. Algunos elementos a partir de Hyman Minsky

Una vez observados varios aspectos fundamentales desde Keynes que pueden explicar las crisis económicas, ahora en esta parte, se van a analizar algunos elementos básicos de las mismas a partir de las consideraciones de Hyman Minsky. En general, Minsky intenta comprender y explicar en sus textos el

carácter de los ciclos económicos y la forma como éstos pueden transformarse en crisis económicas, principalmente financieras. Esta explicación la desarrolla a partir de conceptos como el de la fragilidad e inestabilidad inherente al funcionamiento endógeno de los mercados financieros, así como en la aparición de burbujas especulativas también propias de la lógica interna de esos mercados.

Específicamente, Minsky desarrolla la hipótesis de la inestabilidad financiera en su texto, " *Stabilizing an unstable economy*". La misma hace referencia a la creciente fragilidad de los mercados financieros como consecuencia del deterioro en los márgenes de seguridad de las diversas operaciones económicas realizadas en los mismos. Él advirtió al respecto que un continuo empeoramiento en el tiempo de las condiciones crediticias, culminaría en un momento de retroceso (lo que algunos han llamado «el momento Minsky») en el que la liquidez del mercado se evaporaría. Este contexto contribuye de manera muy importante hacia el surgimiento, en un momento posterior, de las crisis financieras¹¹. Al respecto, ese proceso de deterioro de los márgenes de seguridad es de carácter lento y no percibido por los distintos agentes involucrados en los mercados. Estos agentes financieros

¹⁰ Ferrari, Fernando, De Paula Luiz Fernando y J.A. Jr, Antonio (2004): "Currency crises, speculative attacks and financial instability in a global World: a post keynesian approach with reference to brazilian currency crisis", en *Revista venezolana de análisis de coyuntura*, vol. X, No 1 (enero-junio), Caracas, p. 181.

¹¹ Minsky, Hyman (1986): *Stabilizing an unstable economy*, New York, Yale University Press, cap. 9.

asumen actitudes y posturas especulativas, lo cual conduce hacia prácticas crediticias de alto riesgo.

La hipótesis de Minsky, de una inestabilidad y fragilidad financiera endógenamente creciente,¹² se fundamenta en la idea de que una expansión económica continua, hace que prestatarios y prestamistas estén dispuestos a aceptar mayores riesgos, y así, empresas con perfiles de financiamiento "cubierto" paulatinamente se transforman en empresas de financiamiento "especulativo", que pueden fácilmente caer en el financiamiento tipo Ponzi. La empresa con un perfil de financiamiento "cubierto" es un prestatario libre de riesgo, el cliente ideal de los bancos. Sin embargo, la mayoría de los prestatarios están en lo que Minsky llama un perfil "especulativo", en el cual la empresa puede no tener suficientes flujos de efectivo como para hacer frente a sus pagos en todo momento, pero en el plazo que comprende el préstamo, sí podrá cumplir.

Sin embargo, puede suceder que algún evento imprevisto, externo o interno, haga que una empresa con perfil de financiamiento "especulativo" no pueda afrontar sus compromisos y existan así pocas posibilidades de que lo haga en el futuro. Esto es lo que él denomina finanzas Ponzi, en las cuales el valor neto actual de la inversión que se está

financiando, se vuelve negativo para el prestamista. La empresa no puede cubrir sus pasivos liquidando sus activos al valor actual; en últimas, la empresa cae en la insolvencia. Para cubrir sus compromisos y seguir funcionando, la empresa necesita obtener nuevos préstamos, por lo que se encuentra en una situación de extrema fragilidad financiera.

Por lo tanto, Minsky encuentra que las expectativas de los agentes económicos cambian de acuerdo al momento particular del ciclo económico. Al comienzo del proceso, se presenta una situación de solidez en donde los precios de los activos son establecidos de forma conservadora, sin grandes sobresaltos y el endeudamiento es pequeño en relación con el tamaño de esos activos. Ante la inexistencia de dificultades económicas, se genera una economía expansionista en donde se asumen posiciones de riesgo como el aumento del financiamiento de corto plazo, en sí, el aumento de los niveles de endeudamiento de las empresas.

Durante el ciclo de crecimiento son creadas nuevas prácticas, instituciones e innovaciones financieras. En el caso específico de las innovaciones éstas se propagan y permiten sustentar así la inversión y el precio de los activos. En la fase de crecimiento se asumen

¹² Minsky, Hyman (1986), Op. Cit.
Minsky, Hyman (1992): "The Financial Instability Hypothesis", *Working Paper* núm. 74, New York, Levy Economics Institute of Bard College.

entonces continuamente posiciones más arriesgadas, dominadas por los agentes especulativos y Ponzi. Por lo tanto, para Minsky, cuanto más largo es el periodo de crecimiento y de "boom" de la economía, mayor el grado de fragilidad del sistema como un todo. La razón de esto se encuentra en el mayor dominio que sobre el sistema económico van teniendo las posturas financieras especulativas y Ponzi.

Cuando se vislumbra el riesgo de no pago de las deudas, se presenta el aumento de la demanda por liquidez y, por lo tanto, las organizaciones empresariales y las instituciones financieras intentan vender activos para pagar sus deudas. Se llega entonces al "momento Minsky", en el cual la economía es arrastrada hacia la recesión en un contexto de deflación de activos. En consecuencia, para el autor uno de los aspectos que puede tener mayor influencia en la configuración de las crisis consiste en el carácter pro-cíclico del crecimiento del crédito en una economía.

Minsky, en sus apuntes sobre titulización,¹³ resaltaba la trascendencia de esa nueva forma de financiar el sistema económico. Al respecto, señala la existencia de una relación simbiótica entre la globalización de la estructura financiera mundial y la titulización de instrumentos financieros. La

globalización necesita de instituciones que rebasen las fronteras nacionales, y sobre todo, de la capacidad de los acreedores para capturar activos que respalden los valores. La titulización refleja un cambio en la importancia relativa del financiamiento bancario y del financiamiento en el mercado; la capacidad de este último se ha incrementado, haciendo disminuir la importancia del financiamiento bancario y de los intermediarios financieros que reciben depósitos.

Tratando ahora un poco de observar las posibles soluciones que Minsky proponía para el contexto arriba descrito, en su libro, "Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance" (1982), él encuentra que fueron fundamentalmente dos las razones por las cuales la inestabilidad crónica de las economías de mercado no se convirtió en una caída profunda y prolongada del nivel de crecimiento de la actividad económica (o sea, en el surgimiento de una gran depresión), en el periodo posterior a la segunda guerra mundial, tal como sucedió en los Estados Unidos y demás países desarrollados en la década de los treinta del siglo pasado.

En primer lugar, el papel desempeñado por los bancos centrales, particularmente la FED, al garantizar el funcionamiento adecuado del sistema financiero a través de la provisión de la liquidez necesaria

¹³ Minsky, Hyman (1987): *Securitization*, St. Louis, Washington University, 1987.

para el desarrollo de sus operaciones. Esto implica que, ante la eventualidad de una crisis financiera, los bancos centrales deben priorizar el anterior objetivo por encima de objetivos de política monetaria como es el caso del control de la inflación.

La segunda razón expuesta por Minsky hace referencia al aumento de la participación del presupuesto y los gastos del gobierno en el P/B de las economías, esto después de la segunda guerra mundial. De esta manera, el presupuesto y gasto público funcionan como un estabilizador automático del nivel de actividad económica. El aumento del déficit que resulta como consecuencia de este tipo de política, permite sustentar el volumen agregado de ganancias, permitiendo así a las empresas alcanzar un flujo de caja suficiente para responder por sus obligaciones bancarias. Este sustento o respaldo de las ganancias a través del aumento del déficit permite que la economía no entre en un proceso de deflación de activos. En este proceso de deflación las organizaciones empresariales prácticamente son obligadas a vender sus activos de mayor liquidez para así poder hacer frente a sus obligaciones con los bancos. Esto último induciría a una caída de los activos de capital con efectos negativos sobre las decisiones de inversión de las empresas y sobre la demanda agregada, profundizando, de esta forma, la

disminución en el nivel de crecimiento de la economía.

Con el objeto entonces de moderar los ciclos económicos alrededor de la tasa de crecimiento de largo plazo de cada economía en particular, se hace necesaria la implementación de controles muy severos que generen mecanismos de prevención. Ante este contexto, Minsky propone un conjunto de soluciones específicas a través de una agenda de reformas¹⁴. Entre dichas soluciones se encuentra el papel que deben cumplir los estados y los bancos centrales en la regulación de los mercados. Esto lo denomina Minsky como el “*Big Government*” y el “*Big Bank*” respectivamente. La aparición de permanentes innovaciones financieras y que manejan grandes volúmenes de recursos en mercados financieros no regulados, genera la necesidad de que las decisiones de quienes administran riesgos sean controladas por un ente que cumpla esa función. Estas instancias serían, por lo tanto, las encargadas de la difícil tarea de controlar a los mercados financieros. Por lo tanto, esto supone un fortalecimiento de la regulación e intervención del Estado en el mercado, posición ésta contraria a la planteada por la teoría económica ortodoxa.

Estas soluciones y reformas deben formar parte de la funcionalidad endógena de las economías capitalista

¹⁴ Minsky, Hyman (1986), cap. 13.

y, en consecuencia, no deben constituir soluciones posteriores al desarrollo de las crisis. Precisamente su propósito es prevenir la existencia de las mismas, y no llegar a solucionar a posteriori la complejidad del contexto económico que supone el desencadenamiento de una crisis. En últimas, la propuesta de Minsky se dirige hacia el establecimiento de la mano visible del Estado, a través de la implementación y desarrollo de sus políticas, para así asegurar el funcionamiento de la mano invisible del mercado.

Se puede finalizar esta revisión sucinta de los principales elementos explicativos de las crisis a partir de Minsky señalando que, para él, la inestabilidad y fragilidad de los mercados no constituye una característica coyuntural y fortuita del sistema económico. Muy por el contrario, para Minsky, “la conclusión del argumento analítico es que la turbulencia –especialmente la inestabilidad financiera- es normal en una economía capitalista; la tranquilidad presente en la economía entre 1946 y 1966 constituyó precisamente una anomalía”¹⁵. En otro texto, el autor también hace referencia a ese asunto cuando expresa que, “Can ‘It’ –a Great Depression- happen again? .../Instability is an observed characteristic of our economy. For a theory to be useful as a guide to policy for the control of instability, the theory must show how

instability is generated. The abstract model of the neoclassical synthesis cannot generate instability. Once this is done, then instability can be shown to be a normal result of the economic process. Once instability is understood as a theoretical possibility, then we are in a position to design appropriate interventions to constrain it”¹⁶.

Lo expresado anteriormente contradice en buena parte la visión de la economía ortodoxa sobre la existencia de unos mercados eficientes, y en donde la inestabilidad resulta ser, al contrario de Minsky y Keynes, un hecho anormal en un contexto de supuesta estabilidad y equilibrio.

4. El contexto específico de la crisis económica y financiera actual

Una vez observados los principales elementos que desde Keynes y Minsky pueden ayudarnos en la comprensión de la crisis actual, aquí se van a señalar los principales aspectos que caracterizan el contexto específico de desarrollo de la misma.

A partir de la caída del Acuerdo de Bretton Woods en 1971, se inicia y consolida un proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional y de los

¹⁵ Ibid, p. 294.

¹⁶ Minsky, Hyman (1982): *Can “it” happen again? Essays on Instability and Finance*, New York, M. E. Sharpe.

mercados reales. En este contexto, la acumulación se obtiene principalmente a través de canales financieros más que a través del comercio y de la producción de materias primas. Algunos autores denominan este proceso como de "financiarización",¹⁷ el cual tiene una especial importancia en la explicación de los hechos económicos que contribuyeron al desencadenamiento de la crisis. Los mercados financieros especulativos se convierten, entonces, en el eje dominante del financiamiento y la economía internacional, desplazando así a los organismos multilaterales creados en Bretton Woods (1944) con el objeto de regular la liquidez, dar estabilidad a los flujos financieros y financiar el desarrollo. Estos organismos son fundamentalmente el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

De esta forma, los mercados financieros se impusieron sobre los organismos financieros internacionales, y así adquirió una mayor importancia el financiamiento mediante la titulización (securitization)¹⁸ a través de los fondos mutuales, los fondos de inversión libre (hedge funds), los fondos de pensiones,

las aseguradoras y otros inversionistas no institucionales. Los mercados financieros se convierten en los actores principales del financiamiento a nivel mundial, por encima de los bancos de fomento y la banca comercial nacional, que fueron las figuras relevantes en la "época dorada" del Bretton Woods¹⁹. Mediante este proceso aquí descrito de manera general, los activos financieros han adquirido vida propia, sembrando incertidumbre y riesgos crecientes en el sistema económico y financiero global.

Específicamente sobre la crisis económica actual, el detonador (o uno de los grandes detonadores) de la misma fue el crecimiento del mercado de hipotecas subprime (préstamos con baja calificación), caracterizado por tasas variables y prestatarios con malos antecedentes crediticios, lo cual significó la concesión de préstamos riesgosos. Por lo tanto, el origen de dicha crisis se puede encontrar en el no pago cada vez más creciente por parte de los deudores de esas hipotecas. Buena parte de estas hipotecas se encontraban respaldadas en el mercado de títulos de deuda, y las mismas fueron estimuladas a través de papeles comerciales o títulos

¹⁷ Epstein, Gerald, "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre de 2001.

Palley, Thomas I. (2007): "Financialization: What Is and Why It Matters", *Working Paper* No. 525, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Washington, D. C.

¹⁸ La "titulización" es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia la compra, emitiendo los valores que se colocan entre los inversores. Por sus características, suelen colocarse entre inversores institucionales. La "titulización" se manifiesta en los mercados fundamentalmente a través del auge de los valores o títulos como forma predominante de financiamiento.

¹⁹ Ffrench-Davis, Ricardo (2009): "Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo", *Revista de la Cepal*, No 97, Santiago de Chile, p. 59.

caracterizados por su alta rentabilidad, liquidez y bajos niveles de seguridad.

En años recientes, esa titulización, derivada de la innovación financiera, incrementó el riesgo de los instrumentos financieros. La titulización, en general, convirtió a los bancos de inversión en máquinas de deuda que comercian fuertemente sobre sus propias cuentas, esto a partir de un proceso especulativo con poco o escaso respaldo en activos reales. Así, los prestamistas originales (los que conceden el crédito inicial), al vender sus préstamos a bancos y fondos de inversión de Estados Unidos y del extranjero, ya no mantuvieron dichos préstamos en sus registros contables. Quienes compraron esos valores, a su vez podían utilizarlos como respaldo para solicitar préstamos. De esta forma, los prestamistas quedaron separados del riesgo de incumplimiento de pagos, lo cual redujo el incentivo para verificar la confiabilidad de los prestatarios. Cuando los activos subyacentes cayeron en incumplimiento, se precipitó la crisis²⁰.

Los antecedentes de la crisis financiera actual pueden encontrarse desde la década de los noventa, más específicamente entre 1992 y 2000, cuando, ante el rápido crecimiento de la economía, la FED elevó su tasa hasta el 6.50% lo cual hizo

que muchos inversionistas no invirtieran en proyectos poco rentables, y prefirieran la seguridad de los bonos del Tesoro. Al sobrevenir la recesión económica en Estados Unidos, aunada al atentado del 11 de septiembre, la FED redujo la tasa de fondos federales del 6.50 en 2000 al 1% en 2002. En busca de altos rendimientos, los inversionistas se dirigieron al sector inmobiliario, pues la riqueza generada en años anteriores y las bajas tasas de interés, estimularon al público en general a adquirir una casa nueva. Al recuperarse la economía, la tasa de fondos federales empezó a subir y por ende, también los intereses hipotecarios que pasaron del 3 al 9 por ciento²¹.

De acuerdo a Kregel²², la crisis comienza a gestarse en buena parte por la habilidad de los bancos para buscar mayores ganancias y restablecer así sus estados financieros, afectados por la crisis de la deuda externa de los países subdesarrollados en los años ochenta. Esa habilidad fue posible ante la desaparición de las restricciones impuestas por la Glass-Steagall Act de 1933. Conviene señalar que el Acuerdo de Basilea I (1988), la Ley Gramm-Leach-Bliley (1999) y el Acuerdo de Basilea II (2004) estimularon tanto la innovación financiera como los nuevos productos financieros.

²⁰ Girón, Alicia y Chapoy, Alma (2009): "Financiarización y titulización: Un momento Minsky", en *economía unam*, vol. 6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México, p. 47 y 48.

²¹ Girón, Alicia y Chapoy, Alma (2009), Op. Cit., p. 56.

²² Kregel, Jan (2008): "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", en *Public Policy Brief*, núm. 93, New York, Levy Economic Institute, p. 5.

Durante los años de auge, la sobre expansión crediticia ayudó a mantener un elevado nivel de empleo, alta demanda y un acelerado crecimiento económico en Estados Unidos y otros países; todo ello contribuyó a la formación de la burbuja inmobiliaria²³. La globalización financiera permitió así disponer de fondos que impulsaron la excesiva acumulación en el sector de la construcción en Estados Unidos. El problema surgió cuando los precios de las viviendas y otros activos se desplomaron en Estados Unidos, el Reino Unido y Europa continental. A raíz de ello se redujo el gasto de los consumidores y se produjo una desaceleración económica.

Los bancos crearon activos y prestaron dinero para que otros pudieran comprar dichos activos. En ese sentido, la crisis irrumpió por la baja en el valor de los títulos en el mercado internacional. Una vez que este sistema empezó a tambalearse, todo se vino abajo; cuando los bancos restringieron el crédito, ya no hubo compradores para los activos. Cuando el valor en riesgo de un banco es muy alto, significa que éste está muy expuesto; al empezar a reducir los

bancos ese coeficiente, se detonaron reacciones en cadena, pues todos trataron de vender al mismo tiempo. La integración global multiplica así las vías de contagio²⁴.

Conforme avanzaba la crisis, las pérdidas fueron en aumento. Grandes bancos, sobre todo estadounidenses, registraron en 2007 una sustancial contracción de sus utilidades, por haber otorgado de manera indiscriminada créditos a largo plazo a tasas flotantes y en muchos casos sin respetar sus propias normas. Igualmente quebraron fondos de inversión libre (hedge funds), junto con el registro de pérdidas significativas en los mercados de valores, los cuales se tornaron cada vez más volátiles. Ya en el 2008 muchos bancos contabilizaron grandes pérdidas y, entonces, en ese contexto, los bancos centrales comenzaron a actuar llevando a cabo el rescate de varias instituciones financieras. También se dio inicio a la aplicación de una política monetaria más flexible

Entre las instituciones más importantes que han tenido que ser rescatadas por sus bancos centrales o ministerios de

²³ Esa burbuja se vio estimulada, en la década de los noventa, por una oferta creciente de fondos por parte de inversionistas deseosos de los atractivos rendimientos ofrecidos por los nuevos instrumentos financieros. Ante este contexto, los bancos cayeron en un frenesí de préstamos. A fines de esa década, estas instituciones impulsaron la demanda de crédito, refinanciando las hipotecas más viejas, a tasas más bajas o en cantidades mayores. Esto elevó la capacidad de endeudamiento de los propietarios estadounidenses conforme aumentaban los precios de las casas, permitiéndoles aprovecharse de su creciente riqueza sin tener que vender su propiedad. Pero cuando cayeron los precios de las casas, comenzó entonces la tormenta que contribuyó al surgimiento de la actual crisis.

²⁴ En esta crisis una de las principales fuentes de contagio financiero fueron los vínculos directos entre las instituciones financieras. En ese sentido, cuando los préstamos y las inversiones se tornan inseguros, las instituciones financieras reclaman sus préstamos, incrementan su liquidez y sus reservas, elevan las primas de riesgo sobre sus préstamos y restringen en gran medida sus créditos e inversiones.

finanzas se cuentan, Northern Rock (Reino Unido), Bear Stearns (Estados Unidos), IKW (Alemania). Pero los rescates más sonados han sido los de la Federal National Mortgage Association (conocida como Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), ambas instituciones hipotecarias de E.U. con participación gubernamental²⁵.

Todo este movimiento de creciente endeudamiento y de aumento del riesgo financiero que ha caracterizado la actual crisis financiera mundial, refleja una creciente desregulación de los mercados. Por lo tanto, podría indicarse en este sentido que la actual crisis es también una crisis de la regulación de los mercados por parte del Estado. En respuesta a la contracción crediticia que siguió al estallido de la crisis, y la consecuente elevación en las tasas de interés a corto plazo, la FED, el Banco Central Europeo y otros bancos centrales, inyectaron liquidez en los mercados financieros para facilitar su funcionamiento, en virtud de las necesidades extraordinarias de financiamiento de dichas instituciones.

En consecuencia, ante la crisis, la FED pasó a ser prestamista de última instancia no sólo de los bancos comerciales, sino también de los bancos de inversión y de corredores o agentes de bolsa.

Recordando en parte lo señalado atrás en este artículo sobre Minsky, para él²⁶ una gran depresión puede ser evitada, en lo fundamental, siempre y cuando los bancos centrales actúen como prestamistas de última instancia, para impedir así la profundización de una crisis de liquidez, y el tesoro público sustente los gastos a nivel agregado por intermedio del aumento del déficit público. En el caso de la actual crisis económica, en parte se puede indicar que esas dos condiciones han sido atendidas por la FED y por el Tesoro de los Estados Unidos. No obstante lo anterior, todo este conjunto de medidas implican el aumento del problema fiscal de los Estados Unidos, lo cual podría significar una sobrecarga en la política fiscal deficitaria aplicada hasta el momento por el gobierno. Aparece aquí la incertidumbre sobre hasta cuándo los mercados financieros estarían dispuestos a comprar títulos del gobierno estadounidense en un contexto de alto y creciente endeudamiento.

Consideraciones finales

En este trabajo se ha hecho una revisión de los principales elementos presentes en la obra de Keynes y Hyman Minsky para comprender la naturaleza y alcance de las crisis económicas. Igualmente se describió y analizó, en sus aspectos fundamentales, el contexto específico de la actual crisis

²⁵ Guillén, Arturo (2009): "The party is over" la crisis global y la recesión generalizada", En *Economía unam*, Vol.6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), Ciudad de México, p. 27.

²⁶ Minsky, Hyman (1982), Op. Cit.

económica y financiera de carácter global. Allí fue posible apreciar, entre otros aspectos, la gran importancia que los planteamientos de los dos autores reseñados tienen para la comprensión y solución del actual contexto de debacle de los mercados internacionales.

Las crisis económicas, principalmente las experimentadas a partir de la década de los ochenta hasta el presente, han tenido varios aspectos en común. Uno de los principales consiste en la existencia de mercados financieros desregulados, y dentro de los mismos, la aplicación y desarrollo de instrumentos e innovaciones financieras; en general, las innovaciones financieras otorgan mayor flexibilidad tanto al crédito como a la liquidez del mercado. Igualmente, las últimas crisis económicas se han caracterizado por la existencia de libre movilidad de capitales, producto de la escasa regulación del mercado financiero, y la consecuente volatilidad en los precios de los activos. También en las crisis existen manifestaciones de la denominada "financiarización" del capital, en donde la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional y de los mercados reales.

Retomando lo observado atrás sobre Minsky, se puede indicar que el aumento de la inestabilidad financiera es producido por un lento y no percibido proceso de erosión de los márgenes de seguridad del sistema financiero como

un todo. Esto es explicado en buena parte por el comportamiento de los distintos agentes económicos involucrados en el mercado, quienes efectúan apuestas especulativas que resultan en prácticas crediticias de alto riesgo. En efecto, el aumento exponencial de los nuevos instrumentos financieros condujo a la mayor especulación que se ha dado en el sistema financiero internacional desde 1929. La innovación financiera, el ciclo económico y la especulación a través de la titulización han conformando así la primera crisis global del siglo XXI, y la cual puede poner en riesgo, hacia el futuro, el papel del dólar como moneda de reserva internacional.

Una de las posibles lecciones de la actual crisis consiste en que un mayor grado de prevención de las mismas, y de su severidad, exige el aumento de la intervención y la regulación económica de los estados, junto con una mayor coordinación global entre las distintas políticas económicas nacionales, principalmente la de los grandes países desarrollados. Esto implica la reestructuración del sistema financiero internacional con el objeto de alcanzar una mayor estabilidad del sistema económico mundial.

La solución de la crisis no será sencilla ni rápida. Se trata de una crisis con serias repercusiones en la economía real. Señala los límites de un régimen financiero basado en las obligaciones, lo que obliga a revisar, en consecuencia, la regulación de los mercados financieros

y la vuelta a esquemas de crédito más conservadores para disminuir así la frecuencia y severidad de eventos futuros. En ese contexto resulta claro que uno de los principales aspectos que condujeron hacia la inestabilidad y posterior caída de los distintos mercados es la deficiente regulación y supervisión del sistema financiero internacional.

En últimas, se puede finalizar este artículo indicando cómo, lo que comenzó

con una crisis en las hipotecas subprime, se convirtió rápidamente en una crisis de los mercados de crédito, o sea, de toda la pirámide financiera construida con la desregulación y globalización financiera, y con fuertes repercusiones en la economía real. Ello obligó nuevamente a los economistas a recuperar aquellos textos de economía que la ortodoxia neoclásica daba ya casi por enterrados. Keynes y Minsky son un ejemplo claro de este hecho.

Bibliografía

Asociación Keynesiana Brasileira (2008): *Dossiê da crise*, disponible en <http://www.ppgs.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>

BIS, Bank for International Settlements (2004): *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*, Comité de Supervisión Bancaria, Basilea.

EPSTEIN, Gerald, "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, MA, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre de 2001.

FERRARI, Fernando (2006): "As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes", en *Revista economia contemporânea*, mayo-agosto, Río de Janeiro, pp. 213-236.

FERRARI, Fernando, De Paula Luiz Fernando y J.A. Jr, Antonio (2004):

"Currency crises, speculative attacks and financial instability in a global World: a post keynesian approach with reference to brazilian currency crisis", en *Revista venezolana de análisis de coyuntura*, vol. X, No. 1 (enero-junio), Caracas, pp. 173-200.

FFRENCH-DAVIS, Ricardo (2009): "Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo", *Revista de la Cepal*, No. 97, Santiago de Chile, pp. 57-75.

GIRÓN, Alicia y CHAPOY, Alma (2009): "Financiarización y titulización: Un momento Minsky", en *economía unam*, vol.6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), Ciudad de México, pp. 44-56.

GUILLÉN, Arturo (2009): " "The party is over" la crisis global y la recesión generalizada", En *Economía unam*, Vol.6, núm. 16, Universidad Nacional Autónoma

de México (UNAM), Ciudad de México, pp. 23-43.

KEYNES, John Maynard (1976): *Treatise on Money*, New York, AMS Press.

_____ (2003): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, cuarta edición, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.

KREGEL, Jan (2008): "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", en *Public Policy Brief*, núm. 93, New York, Levy Economic Institute.

MACH/NEA, J.L. (2009): "La crisis financiera internacional: Su naturaleza y desafíos de política económica", *Revista de la Cepal*, núm. 97, Santiago de Chile, abril.

MINSKY, Hyman (1982): *Can "it" happen again? Essays on Instability and Finance*, New York, M. E. Sharpe.

_____ (1986): *Stabilizing an unstable economy*, New York, Yale University Press.

_____ (1987): *Securitization*, St. Louis, Washington University, 1987.

_____ (1992): "The Financial Instability Hypothesis", *Working Paper* núm. 74, New York, Levy Economics Institute of Bard College.

PALLEY, Thomas I. (2007): "Financialization: What Is and Why It Matters", *Working Paper* No. 525, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Washington, D. C.