

DEFENSA DE LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA DE MINSKY

GUILLERMO DELGADO

<https://orcid.org/0000-0002-5628-8213>

Innovations for Poverty Action, New Haven, Estados Unidos

Correo electrónico: gdelgado@poverty-action.org

CHRISTOPHER OTINIANO

<https://orcid.org/0000-0002-0023-1760>

MicroRate Latin America, Lima, Perú

Correo electrónico: Christopher.otiniano@microrate.com

ÁLVARO ADRIANZÉN

<https://orcid.org/0000-0003-1863-4952>

Management Solutions, Lima, Perú

Correo electrónico: Alvaro.alejandro.ad1@management solutions.com

FÁTIMA CÓRDOVA

<https://orcid.org/0000-0001-8829-8881>

Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones,
Lima, Perú

Correo electrónico: fcordova@sbs.gob.pe

SHAILA RIVAS

<https://orcid.org/0000-0002-0507-3845>

Jocefel E.I.R.L., Lima, Perú

Correo electrónico: Shaila.rivas@jocefel.com

Recibido: 8 de septiembre del 2021 / Aceptado: 11 de marzo del 2022

doi: <https://doi.org/10.26439/ddee2022.n002.5816>

RESUMEN. Episodios recientes han evidenciado la gran fragilidad del sistema financiero, la cual podría desembocar en profundas recesiones económicas. Con respecto a esto, Hyman Minsky propuso la hipótesis de la inestabilidad financiera, que explica cómo el sistema atraviesa tres momentos. Estos se conocen como: cobertura, especulativo y Ponzi; y sostiene que las crisis se generan de manera endógena. Por tanto, Minsky defendió el rol de la regulación del gobierno, puesto que las instituciones financieras no logran

Este es un artículo de acceso abierto, distribuido bajo los términos de la licencia Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0).

preservar su estabilidad. Considerando lo anterior, evaluamos cuatro críticas realizadas a esta visión desde la perspectiva de la teoría austriaca, la política económica, la hipótesis de los mercados eficientes y el problema del Gran Gobierno. La validez de la hipótesis de Minsky se analizó con evidencia empírica y argumentos teóricos. Encontramos que la hipótesis de la inestabilidad financiera contribuye significativamente a la comprensión de la tendencia de los mercados financieros a las crisis; y cómo el sistema puede estabilizarse a través de la regulación.

PALABRAS CLAVE: momento Minsky / crisis financiera / mercados financieros / mercados eficientes / Gran Gobierno

DEFENSE OF THE MINSKY'S FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS

ABSTRACT. Recent episodes have shown the considerable fragility of the financial system, which could lead to deep economic recessions. In this respect, Hyman Minsky proposed the financial instability hypothesis, which explains how the system goes through three moments (hedge, speculative, and Ponzi), thus generating financial crises in an endogenous way. Therefore, Minsky defended the role of government regulation since financial institutions fail to preserve their stability. Given this, we evaluated four critiques of this view from the perspectives of Austrian theory, economic policy, the efficient markets hypothesis, and the issue of the big government. We found that the financial instability hypothesis significantly contributes to understanding financial markets' tendency to crises and how to stabilize the system through regulation.

KEYWORDS: Minsky moment / financial crisis / financial markets / efficient markets / Big Government

Códigos JEL: B26, E44, G01

1. INTRODUCCIÓN

El pasado, presente y futuro de las economías capitalistas están estructuralmente vinculados al sistema financiero. A lo largo de la historia, este sistema ha tenido episodios de crisis. Un notable ejemplo fue la Gran Depresión de 1929, que se dio por la falta de liquidez y capital de las entidades financieras de la época. El impacto de la crisis fue profundo, no solo en Estados Unidos, sino también en muchos otros países donde hubo desempleo agudizado y niveles de producción que descendieron drásticamente. Este evento dejó en evidencia que el sistema financiero puede causar su propia inestabilidad sin necesidad de perturbaciones externas. A raíz de esto, se empezó a discutir la siguiente idea entre los académicos: el sistema capitalista conduce, inevitablemente, al colapso financiero.

Otro episodio de crisis sucedió en el 2008, cuando los prestatarios del sistema financiero no tenían la capacidad para enfrentar sus pagos, como consecuencia del excesivo otorgamiento de préstamos hipotecarios supuestamente respaldados por niveles de interés muy altos. Cuando las deudas dejaron de ser pagadas, el sistema financiero colapsó y un gran número de instituciones financieras se vieron obligadas a declararse en quiebra. En ese momento, muchos analistas señalaron la llegada de un momento Minsky (véase Barnes, 2011). Bajo la línea de pensamiento sostenida por Minsky, la crisis hipotecaria habría evidenciado que el sistema financiero puede convertirse en un inconveniente para las economías cuando se genera un exceso de confianza en los prestamistas (Ioannou y Wójcik, 2021).

La crisis hipotecaria suscitó un periodo de reflexión entre los economistas, ya que las teorías modernas que planteaban mercados financieros eficientes no podían explicar su origen. Ohanian (2010) señala que la crisis del 2008 marcó un punto de inflexión en el enfoque neoclásico. Según este autor, las conclusiones de la teoría neoclásica del ciclo de negocios no explicaban los cambios de las variables más importantes, entre ellas el PBI mundial y el de Estados Unidos. De acuerdo con Bresser-Pereira (2010), la postura neoclásica se sustenta en modelos matemáticos que promueven que los países sin regulación son más eficientes; pero los eventos ocurridos en el 2008 contrastaron esta metaideología.

En este contexto, la desregulación de los mercados, las malas políticas fiscales y monetarias, y las instituciones defectuosas recobraron importancia como argumentos para explicar las crisis económicas. En específico, las ideas del olvidado economista Hyman Minsky comenzaron a ser citadas nuevamente por académicos y profesionales. Los escritos que derivan de Minsky critican el capitalismo de libre mercado y a sus defensores, entre ellos a Milton Friedman y Eugene Fama, que defienden la racionalidad de los consumidores y la estabilidad de los mercados no regulados.

La tesis central de la hipótesis de la inestabilidad del sistema financiero, en adelante, hipótesis de inestabilidad financiera, propone que los mercados financieros

generan de manera endógena sus crisis (Urbina, 2018). Según esta hipótesis, existen tres relaciones entre los ingresos y las deudas: momento de cobertura, especulativo y Ponzi. Estas etapas anteceden al momento de crisis financiera, también conocido como momento Minsky.

Considerando lo expuesto líneas arriba, en la actualidad sigue siendo relevante estudiar los planteamientos de la hipótesis de inestabilidad financiera. El presente artículo se divide en cuatro secciones adicionales: en la sección 2, se explicará la teoría de Minsky con mayor profundidad; en la sección 3, se presentarán los principales cuestionamientos a la hipótesis de inestabilidad financiera; en la sección 4, se expondrán las defensas ante las críticas planteadas acompañadas por argumentos teóricos y evidencia empírica; y en la sección 5, se resaltarán las principales conclusiones.

2. LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Para comprender adecuadamente la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, es necesario conocer las tres principales influencias que tuvo este autor: Keynes, Schumpeter y Marx. Ellos influyeron decisivamente en la visión de Minsky sobre el sistema económico capitalista y su relación con el mercado financiero.

La influencia de Keynes es evidente, puesto que la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky supone una economía con las características descritas por este autor. Keynes (1978) describe que las empresas financian la adquisición de activos mediante préstamos otorgados por el sistema bancario, el cual capta recursos monetarios de los depositantes. Asimismo, menciona que el otorgamiento de créditos a las empresas responde a las expectativas de sus beneficios futuros. Keynes, y posteriormente Minsky, resaltan el rol de las dinámicas financieras en el rumbo de la economía.

Otro planteamiento de Keynes, crucial en la teoría de Minsky, es el de los cambios en las perspectivas futuras y sus efectos en el sector real de la economía. Según Keynes (1936), en una economía monetaria las visiones cambiantes sobre el futuro pueden influir sobre el nivel de empleo. Los precios de los activos de capital dependen de su rendimiento futuro y de las tasas de interés. Keynes (1937) menciona que, si el nivel de las tasas de interés y las opiniones sobre el rendimiento futuro de los activos aumentan, los precios y el volumen de la inversión corriente también aumentarán. En caso contrario, las influencias reducirían el volumen de inversión. Cabe recalcar que estos planteamientos rechazan la neutralidad del dinero, idea sostenida por las corrientes de pensamiento clásica y neoclásica.

Finalmente, la construcción de la teoría de Minsky está fundamentada en la explicación de Keynes sobre el fenómeno del ciclo económico. Keynes (1936) señala que existen periodos en los cuales la economía irá en dirección ascendente y otros en los que irá de

manera contraria. En ambos casos, alcanzará puntos máximos o mínimos, respectivamente, a partir de los cuales se tornará en sentido contrario. Además, Keynes menciona una particularidad del ciclo económico: las crisis. Estos son episodios que ocurren cuando las tendencias alcistas son sustituidas por tendencias descendentes repentinas y violentas (Keynes, 1936).

En tanto, el principal aporte intelectual que hizo Schumpeter a la formulación de la hipótesis de la inestabilidad financiera está relacionado al desenvolvimiento económico. Esta idea nace como una crítica al concepto de economía circular ligado a la visión clásica de la economía, en que la producción se restringe por la falta de innovación (Ramírez, 2011). Schumpeter conceptualizó el desenvolvimiento económico como un proceso endógeno que se genera en condiciones de desequilibrio, y que la competencia se manifiesta a partir de un proceso de destrucción creativa bajo diferentes estructuras de mercado (Yoguel et al., 2013).

Asimismo, Schumpeter (1928) sostenía que los cambios estructurales en la economía se dan a través de la innovación. Es así como la competitividad y la innovación son las causas fundamentales de la inestabilidad del sistema capitalista. Sobre la base de esta afirmación, Schumpeter señaló que la estructura económica se encuentra en un proceso de constante innovación. Minsky extrapoló estas ideas y postuló que el mercado financiero tiene cambios y atraviesa por diferentes etapas hasta llegar a un momento de crisis (Knell, 2015).

En el caso de Marx, su gran aporte a los planteamientos de Minsky fue la teoría de las crisis. Esta hace referencia a que el sistema capitalista crea, de manera endógena, su destrucción (Marx, 1867). Marx y Engels sostenían que las industrias oscilarían entre periodos de prosperidad y crisis con el transcurrir del tiempo. Incluso se hablaba de que las crisis se volverían más recurrentes y surgirían cada cinco o siete años hasta la sublevación del proletariado contra los burgueses (Engels, 1847). A partir de la teoría de Marx, Minsky concibió la posibilidad de la creación endógena de las crisis.

Minsky (1992) plantea que el mercado financiero se divide en tres etapas: la primera, conocida como relación de cobertura (o *hedge*), ocurre cuando la economía se encuentra en una época de crecimiento, y los bancos financian proyectos de bajo riesgo; la segunda, relación especulativa, cuando las empresas se endeudan más de lo que pueden afrontar con sus activos líquidos; y la tercera, relación Ponzi, cuando los pagos de cuotas de deuda se vuelven insostenibles. Finalmente, estas etapas desembocan en lo que se conoce como momento Minsky, que es el colapso del sistema financiero.

El inicio del ciclo financiero empieza con la etapa de cobertura. Usualmente ocurre cuando la economía se encuentra en crecimiento, en un escenario de altas primas de riesgo. Dicho contexto fomenta un bajo ratio de deuda-capital en las empresas y que los bancos financien proyectos poco riesgosos. Sin embargo, esto genera que las inversiones

sean evaluadas con restricciones menos exigentes, garantizadas por la combinación de crecimiento económico e inversiones exitosas que fueron financiadas con parámetros conservadores.

La aversión al riesgo disminuye y da origen a la segunda etapa: relación especulativa. En este escenario, los bancos aumentan el número de préstamos y exigen menos colateral. Esto ocasiona que los inversionistas descuiden su liquidez y los ratios de deuda-capital crezcan. En este punto, los prestamistas y prestatarios empiezan a normalizar la idea de que todas las inversiones tendrán éxito. A esto se le conoce como economía eufórica (Minsky, 1982). Como consecuencia, los bancos empiezan a financiar proyectos que, en circunstancias de análisis de riesgo más prudentes, hubieran rechazado, amparados solo en una mayor tasa de interés. Asimismo, se crea una burbuja financiera en la cual las cotizaciones de empresas superan en gran medida su valor fundamental; es decir, el valor de sus activos y sus beneficios esperados.

Este fenómeno da origen a la etapa Ponzi, en la cual las empresas incurren en un nivel de deuda imposible de afrontar con sus activos líquidos. Esto genera un aumento continuo de las tasas de interés e insuficiencia de los flujos de efectivo para cancelar deudas. En este punto, las empresas sobreestiman el desempeño de sus inversiones, y los bancos subestiman la posibilidad de impago de las empresas. Esto derivará en que las empresas no puedan cumplir el pago de sus obligaciones porque exceden el nivel de sus rendimientos. Al inicio, las empresas intentarán renegociar su deuda, pero eventualmente tendrán que vender sus activos para obtener liquidez. Este proceso desembocará en episodios deflacionarios y, posteriormente, en la bancarrota de las empresas y los bancos. Así es como la época de bonanza se torna en crisis. Es aquí cuando las economías llegan al momento Minsky: el crecimiento económico se convierte en recesión, impulsada principalmente por el accionar financiero de los agentes.

En resumen, la hipótesis de inestabilidad financiera plantea que, durante periodos de bonanza económica, las estructuras de las obligaciones de los agentes económicos migran de posiciones conservadoras a posiciones riesgosas. Esto ocasiona que los sistemas financieros inicialmente robustos se vuelvan frágiles. Por tanto, las economías capitalistas generan intrínsecamente sus ciclos de crisis, independientemente de shocks exógenos. A partir de esto, Minsky estableció dos teoremas: (i) la economía tiene dos regímenes financieros: uno que es estable y otro inestable; y (ii) después de periodos prolongados de prosperidad, la economía transita de relaciones financieras que logran un sistema estable hacia un sistema inestable (Minsky, 1992).

3. CRÍTICAS

3.1 Crítica de la escuela austriaca

Von Mises (1912) señala que los bancos centrales tienen influencia directa sobre el nivel de dinero circulante en una economía porque controlan las tasas de interés y otros instrumentos fiduciarios. Asimismo, sostiene que la interacción entre la demanda y la oferta del dinero circulante establece su valor, lo cual influye en la distribución social de la renta porque determina las utilidades de los empresarios y su nivel de capital. Así, los cambios en la distribución social de la renta afectarían el nivel de la tasa de interés, la que a su vez se encontraría restringida por la productividad. Y esta es precisada por el costo y rendimiento de una unidad extra de capital.

Adicionalmente, von Mises (1949) afirma que aquellos países que se aferran al intervencionismo moderno (intervención estatal mediante política monetaria) defienden la creencia de que uno de los principales deberes del gobierno es reducir la tasa de interés para que el crédito se expanda e impacte positivamente en la economía. Sin embargo, en lugar de prolongar los periodos de bonanza económica de un país, von Mises sostiene que la expansión crediticia ocasiona que la bonanza culmine de forma abrupta y dé paso a un periodo de recesión económica.

En síntesis, esta escuela señala que la intervención del banco central sobre las tasas de interés eventualmente generará una crisis económica. De acuerdo con Urbina (2018), este planteamiento dista de la visión de Minsky en el sentido de que las crisis se generan de manera endógena.

3.2 Crítica desde la política económica

De acuerdo con Minsky, la inestabilidad de los mercados financieros se puede evitar cuando la política económica modifica las reglas de juego que afectan a los bancos. En contraste, la idea principal de esta crítica es que la intervención del Estado, a través de la política monetaria, no evita, sino que puede impulsar el colapso financiero en algunos casos. Esto —señala Wolfson (1986)— ocurrió durante la crisis de 1966 en Estados Unidos.

Por su parte, Dickens (1999) explica que, meses antes de esta crisis, algunos sectores tuvieron incrementos de demanda y de costos, entre ellos, el bancario. Además, los grandes bancos de Nueva York y de todo el país ajustaron su tasa *prime*¹ al alza, tras argumentar una subida de la tasa de descuento². La Fed (Reserva Federal de

1 Tasa prime: la tasa que los bancos les cobran a los sujetos con mayor credibilidad de pago.

2 Tasa de descuento: la tasa que cobra la Fed a los bancos por prestarles dinero.

Estados Unidos) respaldó indirectamente esta primera alza, por lo que también tuvo que ser flexible cuando algunas industrias aumentaron sus precios. Esto desencadenó un aumento de la inflación.

Para frenar la inflación, desde el gobierno se optó por impulsar una política fiscal restrictiva. Sin embargo, al principio no hubo consenso político para subir los impuestos. Y subir las tasas de interés tampoco era una opción, ya que habría aumentado la probabilidad de una recesión. Por ello, la Fed optó por subir la tasa de encaje. Paralelamente, la Fed no incrementó la tasa de descuento cuando los bancos aumentaron su tasa *prime* por segunda vez.

El hecho de que la Fed no subiera la tasa de descuento hizo que los bancos reajustaran su tasa de interés hacia abajo y aumentaran su carga de deuda. Durante este tiempo, los depósitos de largo plazo en los grandes bancos empezaban a vencer y los intereses que debían pagarse estaban por encima de lo que la Fed había fijado para nuevos depósitos. En este contexto, los inversionistas entraron en pánico porque consideraban que los bancos no podían asumir sus compromisos ni seguir operando sin vender bonos. De esta manera, Wolfson (1986) prueba que las acciones de política económica tomadas por la administración de ese momento causaron un conato de crisis.

3.3 Crítica desde la hipótesis de los mercados eficientes

La hipótesis de los mercados eficientes se contrapone a la dinámica de mercado que sostiene la hipótesis de Minsky. Esta apunta que el mercado financiero es endógenamente inestable; por ende, avala la existencia de burbujas financieras. Por otro lado, los mercados eficientes niegan la existencia de burbujas financieras. En los mercados eficientes, los agentes toman decisiones informadas observando los precios que contienen toda la información del mercado.

Según Fama (1970), en un mercado eficiente, las empresas toman decisiones de producción e inversión basándose en los precios. Aquí se asumiría que los precios de los valores financieros, en todo momento, reflejan toda la información disponible. Para que esto ocurra, se deben cumplir las siguientes condiciones:

- No existen costos de transacción.
- La información está disponible para todos y sin costo.
- Los actores están de acuerdo con las implicancias que tiene la información sobre el precio actual y futuro.

Fama (1970) contempla tres formas de mercados eficientes: la primera es la forma débil, en la que los precios incorporan todos los datos históricos del mercado; la segunda es la semifuerte, en la que los precios incorporan toda la información relevante

y disponible públicamente como anuncios de acciones, informes anuales, emisiones nuevas, entre otros; la última es la forma fuerte, en la que los precios incorporan toda la información relevante, sea pública o no, puesto que los inversionistas tienen acceso a dicha información. Según Fama, no hay evidencia relevante en contra de las formas débil ni semifuerte, y la evidencia en contra de la fuerte es muy limitada. Por ende, los mercados financieros existen y no admiten la formación de burbujas.

3.4 Crítica al Gran Gobierno

Minsky (1986) sostiene que “el capitalismo de Gran Gobierno³ es más estable que el capitalismo de gobierno pequeño” (p. 360). Sin embargo, existe un conjunto de discrepancias frente al rol intervencionista del Estado. En esta sección se recogen los tres grupos de críticas que plantea el economista liberal Juan Ramón Rallo al Gran Gobierno en una ponencia para el Instituto Juan de Mariana (2017): las de corto plazo, largo plazo y muy largo plazo.

Según Rallo, Minsky asume que la solución a la crisis en el corto plazo sería el aumento del déficit público para mantener los beneficios agregados de las empresas. Frente a esto, él señala que el efecto multiplicador del gasto público sobre el PBI suele encontrarse alrededor de uno, e incluso podría ser negativo cuando un país ya se encuentra en déficit, por lo que el endeudamiento no tendría el efecto esperado por Minsky. Asimismo, Rallo agrega que la emisión de deuda pública tendría dos efectos negativos (aumento desproporcionado de la incertidumbre e incremento de las tasas de interés) que generarían la contracción de la inversión privada.

En caso de que el multiplicador sí tenga el efecto esperado en el corto plazo, Rallo argumenta que el Gran Gobierno también ocasionaría problemas en el largo plazo. El autor respalda esta crítica considerando la literatura que afirma que, a medida que el Estado es más grande, existen mayores costos de eficiencia. Por tanto, sostiene que existe la siguiente disyuntiva: el crecimiento del gobierno para combatir una potencial inestabilidad financiera en el corto plazo o el crecimiento macroeconómico a largo plazo. Esto significa que aumentar la deuda pública para equilibrar los mercados haría que la economía no crezca en el largo plazo.

Rallo señala que la premisa de un rescate financiero por parte del Gran Gobierno genera que las crisis vuelvan a suceder en el muy largo plazo. Esto ocurriría porque los agentes económicos relajan sus acciones, ya que anticipan un rescate. Así pues, los acreedores financieros reducen el grado de supervisión de sus deudores, aunque estos hayan incidido en esquemas de especulación y Ponzi. Ante esta problemática, Rallo

3 Según Minsky (2008), el Gran Gobierno alude al gran tamaño y nivel del gasto público que posee un Estado, por lo que tiene mayor participación en el rumbo económico.

propone la regulación de los deudores; es decir, controlar y supervisar la utilización de los fondos provistos por el gobierno con el objetivo de evitar acciones imprudentes. Sin embargo, menciona que los agentes aprovecharían su capacidad de innovación financiera y, eventualmente, escaparían de la regulación financiera impuesta por el Estado.

4. ANÁLISIS DE LAS CRÍTICAS

4.1 Análisis de la crítica desde la escuela austriaca

Durante la crisis del 2008, la Reserva Federal llevó a mínimos históricos la tasa de interés objetivo, lo cual generó un aumento sustancial de la base monetaria. Sin embargo, la cantidad de dinero en circulación no se alteró, por lo que la situación económica no mejoró. Para los críticos de Minsky, ese fenómeno evidenciaría la ineficacia de las intervenciones gubernamentales para estabilizar una economía en crisis. Sin embargo, Keen (2009) señala que el supuesto fracaso de la política monetaria se debió a la existencia de entidades financieras que aún mantenían un esquema Ponzi. Por lo tanto, a diferencia del planteamiento austriaco de rechazar el control de tasas de interés independientemente del nivel de regulación a los bancos, los postulados de Minsky señalan que la política monetaria sí es efectiva cuando esta es acompañada por una apropiada regulación financiera que limite activamente las actividades especulativas.

De acuerdo con Crotty (2009), la crisis se originó por una falla estructural: la poca regulación del sistema financiero. Durante esa época, predominó la “nueva arquitectura financiera”, que asumía que la “mano invisible”, basada en el riesgo y el retorno, equilibraba los precios en los mercados de capitales. Sin embargo, proliferaban los incentivos perversos que generaban riesgos excesivos. Por ejemplo, cuando los precios de las acciones aumentaban temporalmente, las entidades financieras corrían un riesgo excesivo para obtener ganancias. Por otro lado, Aizenman (2009) sostiene que medidas regulatorias más estrictas implican costos más altos para los agentes y disminuyen la probabilidad de crisis financieras.

Mazumder y Ahmad (2010) analizan cuáles fueron las causas de la crisis hipotecaria, de liquidez y de volatilidad del mercado de valores ocurrida entre el 2007 y el 2009. Los autores concluyen que los factores que llevaron a esta crisis fueron el reducido nivel de regulación que fomentó la especulación y el incremento del riesgo generalizado en las operaciones financieras. Algunos instrumentos como los Credit Default Swaps (CDS) no estaban adecuadamente regulados e intensificaron los efectos de la crisis. Por lo tanto, se puede negar que los bancos comerciales diversifican o cubren todo su riesgo cuando no existe regulación que lo asegure (Crotty, 2009). Esto se evidenció durante la crisis del 2008, cuando las medidas regulatorias no requerían garantizar un mayor nivel de capital para adquirir nuevos activos.

4.2 Análisis de la crítica desde la política económica

Charles (2016) indica que, después de un largo periodo de estabilidad económica, empieza una etapa de inestabilidad. Normalmente, esto se debería a un aumento generalizado del endeudamiento. Esta premisa indicaría que la crisis de 1966 no se debió al manejo de la política monetaria, sino al aumento desbordado del endeudamiento de las empresas.

En 1960 se dio una expansión económica acompañada por el incremento de endeudamiento de las corporaciones no financieras. Esto podría considerarse como la primera etapa del ciclo de inestabilidad financiera: etapa de cobertura. Siguiendo esta secuencia lógica, las siguientes etapas debieron ser la especulativa y la Ponzi. Esto habría sucedido cuando los depósitos a largo plazo que ofrecieron los grandes bancos vencieron y se creía que la deuda no podía ser asumida sin vender bonos.

La dinámica descrita evidencia claramente el ciclo de inestabilidad financiera que explica Minsky (1986). Sin embargo, el peligro de la falta de liquidez nunca existió realmente porque los bancos tenían acceso al mercado del eurodólar para seguir operando (Dickens, 1999). Aunque Wolfson (1986) sostiene que la crisis sí existió y acabó cuando la Fed dejó su política fiscal restrictiva y aseguró que los bancos recibirían el dinero que necesitaban para operar y cumplir con sus compromisos. Entonces, se puede concluir lo siguiente:

- De haber existido una crisis profunda, se habrían cumplido las premisas planteadas por Minsky. De esta manera, se probaría la validez de la teoría en la práctica.
- El manejo de la política monetaria no generó un conato de crisis porque los grandes bancos siempre pudieron recurrir al mercado del eurodólar para seguir operando.

4.3 Análisis de la crítica desde la hipótesis de los mercados eficientes

En la actualidad, la hipótesis de los mercados eficientes de Fama (1970) se sigue tomando como referencia en los cursos de finanzas de las facultades de Economía. Incluso ahora que existe evidencia empírica que la contradice. Esta evidencia también muestra que los mercados financieros atraviesan ciclos de estabilidad e inestabilidad, tal y como plantea Minsky. Ghani (2011) indica que las recientes crisis, especialmente la del 2008, demuestran que los mercados financieros no envían necesariamente las señales de precios correctas.

Otra evidencia empírica que respalda la tesis de Minsky es que los inversionistas suelen invertir en activos con precios al alza que basan su crecimiento solo en rumores o especulaciones. A esto se le conoce como *momentum*, una estrategia de autofinanciación que produce rendimientos que no se explican por factores de riesgo conocidos

(Pólvora, 2018). El *momentum* implica que se realicen transacciones aprovechando, y solo teniendo en cuenta, las condiciones del mercado. Estas acciones fomentan la formación de burbujas y refuerzan la hipótesis de la inestabilidad financiera (Pirie y Chan, 2016).

Thaler y Sunstein (2009) mencionan que es más probable asumir riesgos mayores en inversiones nuevas cuando se han obtenido ganancias en las más recientes. Según los autores, esto sucede independientemente de la calidad de la inversión porque las personas solemos tomar decisiones influenciadas por nuestros sesgos, contradiciendo el carácter racional de los mercados eficientes. Otro ejemplo de decisiones irracionales de inversión se da cuando se presenta la falacia del apostador: los agentes asumen que los resultados de decisiones pasadas se correlacionan con sus resultados futuros, o que un evento es más o menos probable que ocurra si ha pasado repetidas veces en el pasado (The Decision Lab, 2021). Así, si un inversionista decide vender un activo solo porque ha sido rentable por mucho tiempo y, por tanto, cree que pronto dejará de serlo, se puede confirmar la presencia de dicha falacia (Weusten, 2012).

4.4 Análisis de la crítica al Gran Gobierno

En el escenario de corto plazo, Rallo sostiene que el aumento del gasto público desincentiva la inversión privada. Sin embargo, el propósito principal de esta acción es evitar el hundimiento de las empresas con un impulso de la demanda agregada. Los problemas relacionados con el aumento de la deuda pública podrían ser compensados en el corto plazo porque se evitaría el asentamiento de una crisis. Además, los efectos negativos señalados por Rallo se concretarían, si y solo si, se mantiene el endeudamiento; sin embargo, nada obliga a los gobiernos a mantener esta estrategia en el largo plazo.

En el largo plazo, es importante prestar atención al gran supuesto detrás de la postura de Rallo. El economista comulga con la idea de que, a más gobierno, siempre habrá mayor ineficiencia. Sobre esta premisa, Stiglitz (2006) contrapone lo siguiente:

El argumento de que el sector privado es más eficaz que el público se rebate tanto desde la ideología como en el análisis riguroso, pues existen multitud de ejemplos de compañías petroleras y mineras públicas que son eficaces y ejemplos de compañías privadas que no lo son. (p. 190)

Además, se debe reconocer el éxito de los países del Este Asiático. Este “milagro” consistió en que los tigres asiáticos se valieron de la intervención del Estado para impulsar el desarrollo de sus industrias (Urbina, 2015). Otro país que niega el postulado de Rallo es China, donde el Partido Comunista ha participado activamente en el proceso de industrialización. El resultado de esto ha sido que, actualmente, la economía china compita directamente con la de Estados Unidos (Urbina, 2015). Estos ejemplos demuestran que la idea de un Estado ineficiente no es *per se* verdadera y desacredita el argumento de que siempre existe un *trade-off* entre crecimiento del Estado y crecimiento económico.

Finalmente, en el muy largo plazo, Rallo afirma la existencia de riesgo moral entre los deudores (agentes) y el gobierno (principal) en el refinanciamiento que el último provee. Si bien esta afirmación es parcialmente respaldada por la literatura (véanse Dam y Koetter, 2012; Farhi y Tirole, 2012; Duchin y Sosyura, 2014), las diversas formas de implementación de rescates financieros podrían incidir en el grado de asunción de riesgos de las instituciones financieras. Así, Bianchi (2016) señala que, si los rescates son aplicados de manera sistemática a todas las instituciones financieras en lugar de dirigirse a unas pocas, las decisiones de endeudamiento de las entidades financieras serían influenciadas de manera muy limitada por la expectativa de ser rescatadas por el gobierno. Por tanto, existen dos razones por las cuales las entidades financieras no modifican significativamente sus decisiones de apalancamiento, reduciendo así la incidencia de riesgo moral: i) los rescates son exógenos a las decisiones de la entidad y ii) existe una pequeña probabilidad de que reciban un rescate, debido a que cuentan con un ahorro precautorio.

Por otro lado, la eliminación de las políticas de rescate es inequívocamente perjudicial, incluso cuando la probabilidad de una crisis financiera es pequeña, de acuerdo con Keister (2016). Según el autor, la eliminación de esta política aumentaría los incentivos para que cada agente retire anticipadamente sus fondos del sistema financiero, lo cual incrementaría la fragilidad de la economía y eventualmente la probabilidad de una futura crisis.

5. CONCLUSIONES

Minsky planteó la hipótesis de la inestabilidad financiera, la cual sostiene que las economías capitalistas, durante un periodo de prosperidad económica, generan de manera endógena, sin la necesidad de shocks externos, el colapso del mercado financiero a través de tres etapas. En la primera (cobertura), la economía se encuentra en expansión y se financian proyectos de bajo riesgo; en la segunda (especulativa), las empresas aumentan su nivel de deuda por encima de lo que pueden afrontar con sus activos líquidos; en la tercera (Ponzi), los prestamistas son incapaces de pagar sus deudas. Esto finalmente desemboca en el colapso financiero conocido como momento Minsky.

La hipótesis de Minsky es criticada desde diferentes enfoques. La escuela austriaca, con su teoría del ciclo económico, plantea que las crisis son fundamentalmente ocasionadas por la intervención gubernamental en la economía, a través de reducciones artificiales de la tasa de interés, lo cual lleva a dinámicas de burbuja. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que la propia estructura del sistema financiero propició que se tomaran decisiones que atentaron contra su sostenibilidad. Asimismo, se sostuvo la importancia de la regulación financiera y macroprudencial para evitar interacciones financieras potencialmente peligrosas para el sistema económico. Esto va en línea con lo

propuesto por Minsky, puesto que las crisis se generan de forma endógena y se pueden prevenir por medio de regulaciones.

Asimismo, desde la perspectiva de política económica, se mantiene en general la validez de la hipótesis de la inestabilidad financiera. En este sentido, la intervención gubernamental, tanto en política fiscal como monetaria, no agravó la situación económica de Estados Unidos ni obstruyó la recuperación de las entidades financieras tras la crisis de 1966, tal como sostenía Wolfson (1986). Por el contrario, la crisis del sistema financiero de 1966 habría sido originada, principalmente, por el accionar de los bancos y no por una política monetaria restrictiva.

En cuanto a la crítica desde el enfoque de los mercados eficientes, la evidencia empírica demuestra que, en muchas ocasiones, los mercados financieros no pueden autorregularse ni procesar toda la información disponible acerca de los precios de manera eficiente. Además, las estrategias como el *momentum* fomentan la formación de burbujas, desestabilizan el mercado financiero y desembocan en un momento Minsky. Adicionalmente, se recurre a la economía del comportamiento para demostrar que las decisiones de los inversionistas no siguen un patrón racional guiado por los precios en el mercado. Esto contradice directamente las premisas planteadas por la hipótesis de mercados eficientes.

Finalmente, está la crítica al Gran Gobierno. Aquí se plantea que las políticas estabilizadoras conducen a un aumento del endeudamiento público que espanta a las inversiones privadas en el corto plazo. Ante este planteamiento, se puede argumentar que, si el gobierno no interviene para estabilizar el sistema, los beneficios agregados de las empresas se verán perjudicados, generando así una salida de capitales de la economía. Por tanto, es conveniente la intervención gubernamental y, posteriormente, la aplicación de medidas para atraer más inversión privada. Asimismo, se critica que un gobierno grande reduciría el crecimiento económico. Sin embargo, el caso de países como los llamados “tigres asiáticos” muestra que esto no es una regla para todas las economías. Por último, con respecto a la crítica de muy largo plazo, se sostiene que los deudores y acreedores aprovecharían la existencia de los rescates financieros para incidir en esquemas de especulación y Ponzi. Sin embargo, mientras los rescates financieros sean aplicados de manera sistemática, los efectos del riesgo moral se verán limitados. Asimismo, la eliminación de los rescates financieros podría reducir el bienestar general y hacer que la economía sea más susceptible a una crisis.

Queda claro, por tanto, que la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky sigue siendo una herramienta teórica sumamente útil para analizar las crisis financieras. De hecho, Keen (1995) modeló matemáticamente la teoría de Minsky y fue capaz de predecir, en el 2005, la crisis del 2008. Además, con su planteamiento matemático, Keen diseñó el programa Minsky con un enfoque diferente de la modelización económica, uno en el

que los bancos, la deuda y el dinero son indispensables, y en el que la economía siempre está cambiando.

Créditos de autoría

Guillermo Delgado: conceptualización, validación, investigación, redacción, supervisión, gestión del proyecto.

Christopher Otiniano: conceptualización, validación, investigación, redacción, supervisión, gestión del proyecto.

Álvaro Adrianzén: conceptualización, investigación.

Fátima Córdova: conceptualización, investigación.

Shaila Rivas: conceptualización, investigación.

REFERENCIAS

- Aizenman, J. (2009). Financial crisis and the paradox of under- and over-regulation. *National Bureau of Economic Research*. (Working paper 15018). <https://doi.org/10.3386/w15018>
- Barnes, P. (2011). Minsky's financial instability hypothesis, accounting information and the 2007-9 financial crisis in the UK and US. *Accounting History*, 16(4), 423-437. <https://doi.org/10.1177/1032373211417991>
- Bianchi, J. (2016). Efficient bailouts? *American Economic Review*, 106(12), 3607-3659. <https://mfm.uchicago.edu/wp-content/uploads/2020/06/Bianchi-Javier-Efficient-Bailouts.pdf>
- Bresser-Pereira, L. (2010). The 2008 financial crisis and neoclassical economics. *Brazilian Journal of Political Economy* 30(1), 3-26. <https://www.scielo.br/j/rep/a/pKHbwQtYnQWxCQgFZcbH8tk/?lang=en&format=pdf>
- Charles, S. (2016). Is Minsky's financial instability hypothesis valid? *Cambridge Journal of Economics*, 40(2), 427-436. <https://doi.org/10.1093/CJE/BEV022>
- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580. <https://doi.org/10.1093/cje/bep023>
- Dam, L., & Koetter, M. (2012). Bank bailouts and moral hazard: evidence from Germany. *The Review of Financial Studies*, 25(8), 2343-2380. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs056>

- Dickens, E. (1999). A political-economic critique of Minsky's financial instability hypothesis: The case of the 1966 financial crisis. *Review of Political Economy*, 11(4), 379-398. <https://doi.org/10.1080/095382599106850>
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2014). Safer ratios, riskier portfolios: Banks' response to government aid. *Journal of Financial Economics*, 113(1), 1-28. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.03.005>
- Engels, F. (1847). *Principios del comunismo*. <https://www.marxists.org/espanol/m-e/1840s/47-princi.htm>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Farhi, E., & Tirole, J. (2012). Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts. *American Economic Review*, 102(1), 60-93. <https://doi.org/10.1257/aer.102.1.60>
- Ghani, S. (2011). *A re-visit to Minsky after 2007 financial meltdown*. 2e Journée doctorale d'économie, Association des doctorants de Grenoble en économie, École doctorale de sciences économiques, MSH-Alpes, Grenoble, France. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01027435/document>
- Instituto Juan de Mariana (2 de enero del 2017). *Juan Ramón Rallo - Los errores de Hyman Minsky* [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=TMcQ4YiinP0>
- Ioannou, S., & Wójcik, D. (2021). Finance and growth nexus: an international analysis across cities. *Urban Studies*, 58(1), 223-242. <https://doi.org/10.1177/0042098019889244>
- Keen, S. (1995). Finance and economic breakdown: modelling Minsky's "financial instability hypothesis". *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(4), 607-635. <https://doi.org/10.1080/01603477.1995.11490053>
- Keen, S. (2009). Bailing out the Titanic with a thimble. *Economic Analysis and Policy*, 39(1), 3-24. https://keeneconomics.s3.amazonaws.com/debtdeflation_media/papers/v39_i1_2_keen.pdf
- Keister, T. (2016). Bailouts and financial fragility. *The Review of Economic Studies*, 83(2), 704-736. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/restud/rdv044>
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan. https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_keynestheoryofemployment.pdf
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. <https://doi.org/10.2307/1882087>

- Keynes, J. M. (1978). *The collected writings of John Maynard Keynes*. En E. Johnson y D. Moggridge (Eds.), Royal Economic Society.
- Knell, M. (2015). Schumpeter, Minsky and the financial instability hypothesis. *Journal of Evolutionary Economics*, 25(1), 293–310. <https://doi.org/10.1007/s00191-014-0370-8>
- Marx, K. (1867). *El capital*. Tomo I. <https://www.marxists.org/espanol/m-e/capital/karl-marx-el-capital-tomo-i-editorial-progreso.pdf>
- Mazumder, M. I., & Ahmad, N. (2010). Greed, financial innovation or laxity of regulation? A close look into the 2007-2009 financial crisis and stock market volatility. *Studies in Economics and Finance*, 27(2), 110-134. <https://doi.org/10.1108/10867371011048616>
- Minsky, H. (1982). *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Routledge. <http://www.italjani.com/wp-content/uploads/2012/09/Minsky-Can-It-happen-again.pdf>
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press. <http://digamo.free.fr/minsky86.pdf>
- Minsky, H. (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*. (Working paper 74). <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- Ohanian, L. (2010). The economic crisis from a neoclassical perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 45-66. <https://doi.org/10.1257/jep.24.4.45>
- Pirie, S., & Chan, R. (2016). Following momentum and avoiding the "Minsky moment" evidence from investors on the financial instability hypothesis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 8(3), 205-217. <https://doi.org/10.1108/QRFM-08-2015-0034>
- Pólvora, J. (2018). *Momentum investing: a stylized model* [Tesis de maestría]. Nova School of Business and Economics. https://run.unl.pt/bitstream/10362/35443/1/Martins_2018.pdf
- Ramírez, K. (2011). Análisis del libro "Teoría del desenvolvimiento económico", de Joseph A. Schumpeter. *Contribuciones a la economía*, (2011-05).
- Schumpeter, J. (1928). The instability of capitalism. *The Economic Journal*, 38(151), 361-386. <https://doi.org/10.2307/2224315>
- Stiglitz, J. (2006). *Cómo hacer que funcione la globalización*. Taurus. <https://doi.org/10.15581/015.11.33520>

- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2009). *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. Penguin Books. <https://www.economicsnetwork.ac.uk/iree/v8n1/hoyt.pdf>
- The Decision Lab. (2021). *Why do we think a random event is more or less likely to occur if it happened several times in the past?* The Decision Lab. <https://thedeclaration.com/biases/gamblers-fallacy>
- Urbina, D. A. (2015). *Economía para herejes: desnudando los mitos de la economía ortodoxa*. CreateSpace.
- Urbina, D. A. (marzo del 2018). "Hyman Minsky". Círculo Académico de Economistas Bicentenario. <https://economistasbicentenario.blogspot.com/2018/03/hyman-minsky-entrevista-al-prof-dante.html>
- Von Mises, L. (1949). *Human action: a treatise of economics*. Yale University Press. <https://oll.libertyfund.org/title/greaves-human-action-a-treatise-on-economics-fee-ed>
- Von Mises, L. (1912). *The Theory of Money and Credit*. Verlag von Duncker & Humblot. <https://oll.libertyfund.org/title/mises-the-theory-of-money-and-credit>
- Weusten, P. (2012). *Gambling biases. Applied to investment decisions*. [Graduate thesis, Tilburg University]. Tilburg University Repository. <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=122725>
- Wolfson, M. H. (1986). *Financial crises: understanding the postwar U.S. experience*. M. E. Sharpe.
- Yoguel, G., Barletta, F., & Pereira, M. (2013). De Schumpeter a los postschumpeterianos: viejas y nuevas dimensiones analíticas. *Problemas del Desarrollo*, 44(174), 35-59. [https://doi.org/10.1016/S0301-7036\(13\)71887-X](https://doi.org/10.1016/S0301-7036(13)71887-X)