

Para prevenir otra crisis:  
las lecciones olvidadas de Minsky  
10 años después de Lehman\*

Preventing the last crisis:  
Minsky's forgotten lessons  
ten years after Lehman

*Jan Kregel\*\**

ABSTRACT

An in-depth study of the factors that originated the collapse of the U. S. financial system about a decade ago benefits greatly from Hyman P. Minsky's explanations, particularly of the financial system intrinsic to capitalism and its evolution throughout a longer span of time. As borrowers and lenders become excessively confident that their expectations about the future will be fulfilled, it is more likely that a financial debt will prove to be impossible to validate: i. e., in terms of financing structures, the one known as "hedge" is going to give way to the "speculative" and then to the "Ponzi" one. Such phenomenon must be situated in a larger historical framework: it derives from the critique made in the decade of 1980 of the "Big Government" and its role in warranting stability with the specter of recession looming. Because for the banking system the maximization of profit determines a maximization of the loan volume, it is indeed necessary to put into effect the most pertinent bank regulations (not those imposed when conceding primacy to investment banks, to the detriment of commercial ones), and avoid as well the substitution of productivity gains with the capital gains that nowadays prevail in the

\* Publicado originalmente por el Levy Economics Institute of Bard College (Policy Note 2018/5. Annandale-on-Hudson, Nueva York). Los errores y omisiones son responsabilidad exclusiva del autor. [Traducción del inglés y resumen de Fausto José Trejo.]

\*\* Jan Kregel, director de Investigación en el Levy Economics Institute of Bard College y director del programa de posgrado en teoría y políticas económicas, Nueva York (correo electrónico: kregel@levy.org).

system. Even though financial fragility will never cease, we must strive to understand its mechanism and try to employ the best bulwark against the instability it leads to time and again.

*Keywords:* Collapse of the U. S. financial system; Hyman P. Minsky; hedge financing structures; speculative financing structures; Ponzi financing structures; Big Government; history of banking regulations; productivity gains versus capital gains; Great Depression.

### RESUMEN

Para estudiar a fondo las causas que provocaron el declive del sistema financiero de los Estados Unidos hace más de 10 años, hace falta acudir nuevamente a las explicaciones de Hyman P. Minsky; sobre todo, a su análisis del financiamiento propio del capitalismo en general y de la evolución presentada por ese sistema tiempo atrás. Conforme crece la confianza de prestatarios y prestamistas en el cumplimiento de sus expectativas sobre el futuro, aumentan las probabilidades de contraer una deuda financiera imposible de validar: una estructura de financiamiento asegurada se torna riesgosamente una “especulativa” y, después, una “tipo Ponzi”. Este fenómeno debe insertarse en un marco histórico más amplio: es resultado de las críticas surgidas en los años ochenta contra el rol del “gran gobierno” como garantía de estabilidad ante el espectro de la recesión. Puesto que para los bancos la maximización de la ganancia determina un máximo de volumen de préstamos, urge aplicar las regulaciones bancarias más pertinentes (no las impuestas al darse primacía a los bancos de inversión sobre los comerciales) y evitar que las ganancias de la productividad se sustituyan con las ganancias de capital que hoy rigen en el sistema. Aun cuando la fragilidad financiera sea inacabable, debemos esforzarnos por comprenderla y captar cuáles son las mejores defensas contra la inestabilidad en que llega a desembocar.

*Palabras clave:* colapso del sistema financiero estadounidense; Hyman P. Minsky; estructuras financieras de cobertura; estructuras financieras especulativas; estructuras financieras de Ponzi; gran gobierno; historia de las regulaciones bancarias; ganancias de productividad contra ganancias de capital; Gran Depresión.

El décimo aniversario del colapso sufrido por el sistema financiero estadounidense en septiembre de 2008 ha suscitado una serie de comentarios sobre las causas que explican la bancarrota de Lehman Brothers y los remedios para sus consecuencias. La mayoría de éstos se centran en identificar las causas próximas de la crisis, en un esfuerzo por valorar qué tan adecuadas son las regulaciones establecidas para prevenir una repetición. Es interesante advertir que, si bien la obra de Hyman Minsky se volvió una piedra de toque en los intentos por estudiar la crisis mientras ésta ocurría, las observaciones de este autor se encuentran notoriamente ausentes en las discusiones actuales.

Aun cuando es imposible discernir qué contestación habría dado Minsky a estas interrogantes, su obra constituye una fuente para inferir cuáles habrían sido sus probables respuestas. Dicho de otro modo, retomar a Minsky nos permite ver que centrar la atención en las causas más próximas de la última crisis y en los detalles de las reformas Dodd-Frank de 2010 omite una cuestión más urgente. Aunque el propio Minsky había esbozado una descripción de cómo sería una reestructuración exitosa del sistema financiero (Levy Institute, 2012; Kregel, 2014), su análisis de las finanzas capitalistas en general y en particular de la evolución de ese sistema desde la década de los ochenta aporta una lección más amplia: la crisis y la inestabilidad son, con todo, inherentes al sistema. Además de ser en extremo cautelosos ante los persistentes llamados a la desregulación, una parte central de este debate decenario debería centrarse en apuntalar aquellas instituciones gubernamentales que, habiendo sido socavadas a lo largo de varias décadas, aún pueden servir para impedir que la fragilidad financiera se transforme en una prolongada crisis de la economía real.

Quienes están familiarizados con la obra de Minsky recordarán su énfasis en la generación endógena de fragilidad en el sistema financiero mediante un proceso acumulativo que se desarrolla a través del tiempo a medida que los prestatarios y los prestamistas echan mano de los resultados positivos con el fin de aumentar su confianza en las expectativas de éxito futuro. La consecuencia es una lenta erosión de los amortiguadores disponibles para aminorar la inevitable decepción cuando esas expectativas demasiado optimistas no se cumplen, y la decepción es inevitable, pues, como sostenía Minsky, la confirmación de expectativas de resultados futuros depende de decisiones que sólo se habrán de tomar en el futuro. Dado que éstas no se pueden anticipar con certeza, es extremadamente improbable que las expectativas actuales sobre el futuro sean plenamente validadas por sucesos posteriores. En una

economía capitalista, los compromisos financieros se sufragan mediante una deuda, de modo que las expectativas no cumplidas desembocarán en la incapacidad de validarla; esto conduce a la inexorable transformación de las posiciones financieras: se pasará de lo que Minsky llamaba una estructura financiera “asegurada” a una “especulativa” y, después, a una “tipo Ponzi”. Tales estructuras remiten a la capacidad que tienen los flujos de efectivo actuales para cumplir con esos compromisos.

De esta manera, para Minsky la crisis que se desencadenó hace 10 años habría sido considerada la culminación de un proceso que comenzó mucho antes, en algún punto de la década de los ochenta. Un aspecto relevante de este proceso reside en el ataque contra el papel del gobierno y el apoyo a políticas fiscales más restrictivas que siguieron a la afirmación de Ronald Reagan en su discurso inaugural de que “el gobierno no es la solución a nuestro problema: el gobierno es el problema”. Este pronunciamiento llevó a una política presupuestaria procíclica y a eliminar lo que Minsky describió como el “gran piso gubernamental” (*Big Government floor*) que sustenta los ingresos durante una recesión. Para Minsky, el signo del presupuesto (deficitario o superavitario) no tenía importancia, pero su papel como estabilizador automático resultaba crucial para la estabilidad financiera (Minsky, 1995). A la vez, el ascenso de las políticas monetarias monetaristas significaba que el “gran banco” (*Big Bank*) —la Reserva Federal (Minsky, 1985)— ya no tenía la certidumbre de que su función fuera colocar el piso de los precios de los activos, al fungir como prestamista de última instancia. Hacia inicios de la década de los noventa, Minsky había revocado su creencia de que una repetición de la Gran Depresión era improbable en vista de los roles del gran gobierno y del gran banco. La fuerza de ambos se había aminorado en la medida en que ya no podían contrarrestar la inevitable conversión de fragilidad en inestabilidad. En la década de los noventa se fue reafirmando su convicción de que “eso” —un suceso similar a la Gran Depresión— podía ocurrir de nuevo.

Otra parte de esta reducción del papel del gobierno implicaba la embesitada por la desregulación del sistema financiero. La perspectiva de Minsky sobre la operación del sistema financiero se expresaba en el reconocimiento de que los bancos son empresas maximizadoras de ganancias, al igual que cualquier otra compañía capitalista, y su búsqueda de la ganancia constituye una fuente importante de la declinación endógena del colchón de seguridad, conduciendo así a la inestabilidad financiera. No obstante, Minsky

comprendía bien, al igual que Joseph Schumpeter, que los bancos generan sus ganancias de una manera diferente a la del resto de las empresas. La habilidad de los bancos para financiar posiciones de inversión no tiene ningún límite, ya que pueden “crear dinero a partir de nada”. Puesto que no hay ninguna restricción financiera para los bancos como conjunto, la búsqueda de ganancias difícilmente se ve constreñida por costos crecientes (en gran medida determinados por la necesidad de prevenir la pérdida de depósitos debido a la competencia de otros bancos). Por consiguiente, la maximización de la ganancia para el sistema en su totalidad conduce a la maximización del volumen de préstamos. De acuerdo con esta visión de la operación del sistema financiero, el papel de las regulaciones bancarias consiste en poner un tope a dicho volumen: las regulaciones prudenciales están destinadas a garantizar la seguridad del sistema, pero también imponen restricciones a la rentabilidad bancaria. Así, los bancos son siempre impelidos a expandirse mediante nuevas actividades y a idear nuevos mecanismos de liquidez para evadir la regulación de los bancos.

Uno de los principales elementos del éxito de la legislación bancaria del *New Deal* fue el monopolio concedido a los bancos comerciales para financiar inversiones con liquidez generada mediante la creación de depósitos. A menudo se describe esta regulación al señalar que suministraba a los bancos un financiamiento de costo cero (de antemano ya tenían la capacidad de crear dinero a partir de nada); sin embargo, lo importante era que esto los protegía de la competencia y era una especie de garantía de las ganancias de la banca comercial, con lo que relegaba la importancia de innovar. Pero la regulación Q<sup>1</sup> probó ser su propia ruina, dado que las tasas de interés resultantes se incrementaron con la implementación de políticas monetarias más restrictivas; paulatinamente, las grandes corporaciones retiraron la gestión de su efectivo y sus negocios financieros de los bancos comerciales regulados y, eventualmente, la confiaron a los bancos de inversión, que ofrecían innovaciones que competían con los depósitos bancarios y evadían la regulación.

Conforme la participación de activos financieros disminuía en las hojas de balance de los bancos comerciales, se reducía también su rentabilidad, lo que los empujó a buscar innovaciones en el pasivo de sus balances, con el propósito de contrarrestar la declinación en las percepciones de sus activos.

<sup>1</sup> La regulación Q establece requisitos de capital propio a los bancos y prohíbe el pago de intereses a los depósitos en la banca [nota del editor].

Una vez que reapareció el coro encargado de anunciar la muerte de la banca comercial (coro que había aparecido inicialmente a finales de la década de los veinte, cuando las corporaciones modificaron el financiamiento bancario hacia la emisión de acciones propias más baratas en un mercado en ebullición), a cuyas voces se sumaron los economistas a favor del libre mercado —que argumentaban contra el monopolio de los depósitos—, el Congreso se vio orillado a iniciar una era de desregulación con el pretexto de salvar a los bancos comerciales de la desintermediación.

La necesidad percibida de apoyar las ganancias bancarias llevó a la paradoja de reguladores prestos a desregular y sacrificar la estabilidad con el fin de restaurar la rentabilidad bancaria. No hace falta reanalizar la experiencia de la crisis de las asociaciones de ahorro y créditos, o la crisis del sector inmobiliario de la década de los ochenta, para observar cómo opera este proceso. Para entender la culminación del proceso de desregulación en las reformas financieras de 1999 y la génesis de septiembre de 2008, basta reconocer que las regulaciones bancarias se escriben para apuntalar las ganancias de los bancos. La crisis de las hipotecas *subprime* no fue, pues, sino un bache relativamente pequeño en el sendero que conduce irremediablemente a la crisis.

Existe un segundo elemento en este proceso endógeno de fragilidad, bien representado por dos aniversarios previos: la crisis de Long-Term Capital Management (LTCM) de hace 20 años, que fue en sí misma un eco de la crisis de los bonos basura sobrevenida 10 años antes. Drexel Burnham, la unidad financiera de bonos basura a cargo de Michael Milken, creó una fuente ilimitada de liquidez para lo que eufemísticamente se denominaba la “extracción de valor” por parte de asaltantes corporativos: para financiar la compraventa por arbitraje de compañías enteras.<sup>2</sup> Según lo señaló Minsky en escritos iniciales, el surgimiento de la inestabilidad se debió a decisiones financieras de empresas que se habían involucrado con los banqueros para financiar inversiones productivas (Minsky, 1964 y 1972). La clave para la estabilidad fue la generación de ingresos a partir de aquellas inversiones que fuesen suficientes para cumplir con los compromisos financieros. No obstante, Milken reemplazó proyectos individuales de inversión con compañías enteras, y la validación del financiamiento fue generada al manipular las operaciones comerciales de la compañía para aumentar el apalancamiento

<sup>2</sup> Se llama arbitraje (*arbitrage*) a la compra de un título (o valor) en un mercado y su venta simultánea en otro mercado a un precio más alto [nota del editor].

y luego reemitir acciones ordinarias para vender la empresa con ganancia. Las ganancias de capital remplazaron al ingreso como la fuente de validación, en tanto que las compañías acabaron por tener deuda incrementada —un proceso endógeno mediante el cual se generó una creciente fragilidad financiera en el sector de los negocios a expensas de los accionistas—.

La LTCM representó la crisis financiera moderna en forma embrionaria; fue el Lehman de su era. Una institución financiera nacida de la combinación de un sistema financiero de altas matemáticas con una capacidad computacional de alta velocidad que se especializaba en transacciones de valores relativos —no de las compañías completas sino de posiciones de activos financieros— arbitraba pequeños errores de precios de instrumentos financieros causados por imperfecciones del mercado de toda laya. Estas minúsculas diferencias en puntos base sólo se podían explotar al contratar grandes volúmenes de préstamos para contrarrestar posiciones cortas y largas que, de forma contractual, convergerían con el fin de producir ganancias seguras (en ignorancia del riesgo de la contraparte). Así pues, LTCM provee una variante del viraje de las instituciones financieras que dejaron de suministrar financiamiento para inversiones en actividades productivas (en las que la validación de los préstamos depende de los flujos de ingreso) y pasaron a financiar inversiones validadas solamente por la evolución de precios determinados por decisiones de inversión de otras instituciones de inversión (lo que ahora se designa como “comercio de propietario” [*proprietary trading*], en el cual el incremento en las ganancias depende de que se aumente el volumen). Tal es el origen del “capitalismo del administrador de dinero monetario” de Minsky, un sistema en el que la validación de la deuda mediante la generación de ingreso surgida del éxito en el mercado de una inversión cede el lugar a la validación de la deuda mediante las ganancias de capital generadas por las predicciones de precios futuros de los activos. En efecto, el declive de la LTCM, al margen del colapso de la liquidez que requería para mantener sus posiciones de valor relativo, fue causado al aventurarse en acciones puramente especulativas y otras posiciones en las que no existía ningún precio contractual del mercado de futuros.

El impacto de estos dos factores se tornó visible en las declaraciones de ingresos de los bancos a partir de los años ochenta, tal como lo ilustra el descenso de los ingresos por intereses netos y el aumento tanto del ingreso del comercio propietario como del ingreso por honorarios y comisiones procedentes de la asesoría y la administración de riqueza. Podría-

mos decir que el ingreso por intereses netos constituye un fósil del sistema regulatorio Glass-Steagall, en tanto que el ingreso del comercio propietario refleja el nuevo sistema regulatorio que se volvió dominante en la década de los 2000. El sistema se transformó de uno en el que las ganancias de productividad generaban el ingreso para validar la deuda a otro en el que la innovación incrementaba la liquidez lo suficiente para elevar los precios de los activos y generar el ingreso por ganancias de capital. No obstante, mientras que las ganancias de productividad se validan a sí mismas en una economía en expansión, una creciente liquidez encaminada a producir ganancias de capital eventualmente falla por la inevitable decepción producida por expectativas desmesuradas. Entonces, el sistema se hace más quebradizo y más propenso a las crisis.

En uno de sus primeros trabajos, Minsky elaboró una fórmula muy simple según la cual la rentabilidad bancaria se concebía como el resultado de los rendimientos de sus posiciones de activos y del apalancamiento en la hoja de balance (Minsky, 1977). El sistema actual se puede interpretar como una sustitución de las ganancias de productividad consideradas como las propulsoras de los rendimientos de los activos por el arbitraje o las ganancias de capital como propulsoras de los rendimientos de activos dentro del capitalismo de administradores del dinero. La innovación en la creación de liquidez promovida por la regulación proporciona el apalancamiento más elevado que potencia al máximo los rendimientos de los activos. La evolución del sistema ha influido poderosamente sobre los dos elementos que determinan los rendimientos bancarios: hacia una mayor fragilidad y una dependencia de los movimientos de los precios de los activos (en vez de los movimientos de los flujos de ingresos) con el fin de validar la deuda. En la era posterior a la crisis, los principales cambios regulatorios en la poscrisis —la política de incrementar los coeficientes de capital y liquidez— tienen un impacto dual y contrastante en la fragilidad. Mayores coeficientes de capital corresponden con mayor riesgo y volatilidad de los rendimientos de activos basados en la apreciación de sus precios en el mercado, pero también conllevan incrementos en los costos y crean incentivos para aumentar el grado de apalancamiento y hacer innovaciones en el campo regulatorio.

En la 27ª Conferencia Anual Hyman P. Minsky, realizada recientemente en el Levy Institute, Frank Veneroso (2018) destacó dos anomalías implícitas en el impacto de las finanzas del administrador de dinero en el sis-



tema actual. La primera es el ascenso sustancial en la proporción de la deuda corporativa no financiera respecto del PIB, dada la presencia de enormes acumulaciones corporativas de efectivo y de las tasas de ganancias corporativas más altas desde los años veinte. La segunda es el gran número de corporaciones públicas (de un tercio a la mitad) cuyo ingreso neto es cero en presencia de múltiplos del valor de mercado históricamente elevados de las acciones y de proporciones de cobertura de tasas de interés negativas en presencia de tasas de interés históricamente bajas. Veneroso sostiene el argumento de que las cifras de la deuda corporativa han sido subdeclaradas, en tanto que las cifras de ganancias corporativas han sido sobreestimadas. Durante la misma conferencia, Robert McCauley (2018) presentó cifras similares para compañías europeas y mercados emergentes. Una explicación obvia de semejante paradoja es que la deuda no puede ser validada por el ingreso, sino que requerirá precios crecientes de los activos, lo cual sólo puede suceder con la creación de liquidez y de financiamiento a gran escala; lo que Minsky habría denominado el “esquema Ponzi”. También parece claro que un regreso a políticas de tasas de interés más normales sólo empeoraría las proporciones de cobertura de la deuda y pondría en entredicho la capacidad de los mercados de acciones para dar continuidad a su mercado históricamente alcista. Aun cuando los valores *subprime* de tipo estructurado han desaparecido del mapa financiero, el *modus operandi* de las instituciones financieras —ahora pobladas por aún mayores “demasiado grandes para quebrar” — parece haber cambiado poco respecto del cuadro que condujo a la crisis en 2008.

A ojos de Minsky, la fragilidad financiera es una historia interminable. No podemos eliminarla, solamente podemos esforzarnos en comprenderla y oponer resistencia a los llamados a salvar el sistema al relajar la regulación. De ahí que el gran gobierno y el gran banco hayan sido los más formidables bastiones contra la inestabilidad inherente del sistema financiero y la certidumbre de que siempre habrá otra crisis, puesto que suministran amortiguadores automatizados que abarcan el sistema entero. Debido a que la crisis es inherente al sistema, resulta en gran medida irrelevante tanto emprender la búsqueda de las causas idiosincrásicas de la última crisis como valorar el sentido de las regulaciones introducidas para prevenir su recurrencia. La cuestión más importante estriba en compenetrarse de la contribución fundamental que nos legó Minsky; a saber, la percepción de que la crisis es intrínseca a las finanzas capitalistas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Kregel, J. (2014). *Minsky and dynamic macroprudential regulation* (Public Policy Brief, abril, núm. 131). Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College.
- Levy Institute (2012). *Beyond the Minsky moment: Where we've been, why we can't go back, and the road ahead for financial reform*. Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College.
- McCauley, R. (2018). *Tracking dollar debt of borrowers outside the United States*. En la 27ª Conferencia Anual Hyman P. Minsky. Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College. Recuperado de: <https://youtu.be/YsvBIgvBVHM?list=PLGGYihhM4K22uHsfDDcGMB64B0MVip-daH&t=295>
- Minsky, H. P. (1964). Financial crisis, financial systems, and the performance of the economy. En I. Friend (ed.), *Private capital markets: A series of research studies prepared for the Commission on Money and Credit*. Nueva Jersey: Prentice-Hall.
- Minsky, H. P. (1972). Financial instability revisited: The economics of disaster. En *Reappraisal of the Federal Reserve discount mechanism*, vol. 3. Washington, D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Minsky, H. P. (1977). Banking and a fragile financial environment. *The Journal of Portfolio Management*, 3(4), 16-22.
- Minsky, H. P. (1985). *Money and the lender of last resort* (paper 31, Hyman P. Minsky Archive). Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College.
- Minsky, H. P. (1995). *A positive program for successful capitalism* (paper 74, Hyman P. Minsky Archive). Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College.
- Veneroso, F. (2018). *Hurtling towards financial armageddon*. En la 27ª Conferencia Anual Hyman P. Minsky. Nueva York: Levy Economics Institute, Bard College. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=YsvBIgvBVHM&feature=youtu.be&list=PLGGYihhM4K22uHsfDDcGMB64B0MVip-daH&t=2864>