

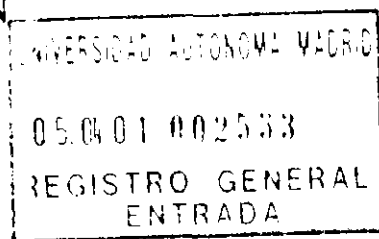


FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS ECONÓMICO:
TEORÍA E HISTORIA ECONÓMICA

LAS FORMAS DEL DINERO EN LA
GÉNESIS DE LA FRAGILIDAD
FINANCIERA: LA DIMENSIÓN
FINANCIERA DEL CAPITAL

R^o FEE 77673
11



AUTOR:
D. JULIÁN SÁNCHEZ GONZÁLEZ

DIRECTOR DE LA TESIS:
DR. D. ANTONIO SANTILLANA DEL BARRIO

TESIS DOCTORAL

LAS FORMAS DEL DINERO EN LA
GÉNESIS DE LA FRAGILIDAD
FINANCIERA: LA DIMENSIÓN
FINANCIERA DEL CAPITAL

AUTOR: D. JULIÁN SÁNCHEZ GONZÁLEZ

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES. DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS
ECONÓMICO: TEORÍA E HISTORIA ECONÓMICA.
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID.
MADRID: 2001.

Nos pasamos la vida eligiendo sin ser nunca del todo libres, y a veces apenas libres, forzados a elegir sin conocer aún el futuro preferido ni conocer jamás cómo habría sido el rechazado. ¿Cómo saber si cada elección fue la acertada? ¿En función de qué? Vista una vida desde la luz indecisa de su tramo final, sólo es justo pedir a su protagonista coherencia consigo mismo, lo que tampoco es fácil, porque todo sujeto se hace viviendo.

(Francisco Tomás y Valiente *A Orillas del Estado*)

*A Julio & Celi,
entre Ángeles & Mar*

AGRADECIMIENTOS

A los dieciocho años recién cumplidos, apenas tres meses después de ingresar en la Facultad de Económicas de la Universidad Autónoma de Madrid, compré un libro de Umberto Eco titulado *Como se Hace una Tesis*. Algunos años después, ese objeto de deseo de juventud parece ser realidad. La Realidad y el Deseo, como en los versos de Cernuda, son ámbitos diferentes y, en general, contradictorios de nuestra existencia. La tesis real, la que ahora presentamos, por ejemplo, necesitó no sólo tiempo, sino también un ambiente donde crecer y, sobretodo, personas que la alimentaran de distintas formas.

La elaboración de una tesis, por otro lado, atañe principalmente a los docentes de Universidad. En mi caso, ser profesor de Universidad desde muy joven me ha dado de una vez dos cosas necesarias para hacer una tesis: a) los recursos necesarios para estudiar y escribirla, y b) que hacerla, al tener la tesis un valor muy grande en el curriculum del docente, fuese la más preferida entre mis alternativas.

Empecé a dar clases de Teoría Económica en el C.E.S.S.J Ramón Carande. Recuerdo de esa etapa inicial con afecto y agradecimiento la ayuda que me prestó el director, entonces, del Departamento de Análisis Económico, D. Jose Luis Martín Simón, quien me da el primer impulso en esta dirección.

Tengo la principal deuda, en estos momentos, con D. Antonio Santillana del Barrio, catedrático y profesor decano de mi Departamento, por dos motivos básicamente: haber aceptado dirigirme y por el tiempo que ha dedicado a la lectura y corrección de los distintos borradores que a lo largo de varios años le he ido entregando. Gracias a que tenía un director de tesis, gané la confianza necesaria para comenzar a estudiar y escribir sobre un tema tan complejo como la hipótesis de la fragilidad financiera de Hyman P. Minsky. Le agradezco su ayuda fundamental para que las ideas brutas de un principio fueran de un modo progresivo y

continuo apurándose y perfeccionándose hasta producir este resultado tan satisfactorio.

En los Estados Unidos, encontré un amigo, Walter Cadette, que no dudó desde el primer momento en ayudarme con el desarrollo de la tesis. Gracias a Walter pude establecer una relación estrecha con el Jerome Levy Economics Institute of Bard College, donde él trabaja como un investigador ilustre. Agradezco a Dimitri B. Papadimitriou, David y Jay Levy, el haberme dado la posibilidad de trabajar en un ambiente tan estimulante para desarrollar la obra de Hyman Minsky como es el Instituto de Economía J. Levy. Agradezco a todos los investigadores del Instituto, en especial a Randall Wray, el tiempo que dedicaron a orientarme e ilustrarme en la teoría de Minsky.

El Departamento de Análisis Económico: Teoría e Historia Económica de la Universidad Autónoma de Madrid ha sido, no obstante, mi ambiente intelectual de referencia. Agradezco a todos los profesores del Departamento tanto el interés como la ayuda que me han prestado estos años: A Jose Luis Cendejas su ayuda con la Econometría, a M^a Isabel García Gracia el apoyo positivo y honesto en mis casi seis años de profesor del Departamento, y, en especial, el ánimo que me ha dado para terminar la tesis, y a Fernando Esteve las discusiones estimulantes y su atención. A David Anisi, mi profesor de macroeconomía en tercer curso, la buena enseñanza recibida y su apoyo inestimable en los momentos importantes de este camino.

Merece una mención especial, el profesor Jose Luis Zofío Prieto. Cada uno trabajando en sus tesis respectivas, pero tan cercanos el uno del otro, hemos creado fuertes externalidades positivas de las que me he beneficiado en un grado elevado, y quizás mayor. No es habitual contar con un compañero que lee y comenta habitualmente los capítulos que hemos escrito de la tesis, que valora el trabajo realizado, que organiza el plan de trabajo ... y que prepara un café excelente después de una agradable comida juntos para entrar con ánimo en el trabajo de la tarde. Le agradezco muy sinceramente el haber estado ahí y así durante estos años que, sin su presencia, hubieran sido mucho más duros.

Hay un lugar dentro de mi Universidad que ocupa un lugar preferente en mi desarrollo personal e intelectual y al que, por tanto, no puedo dejar de expresarle mi más profundo agradecimiento por lo que me ha dado. Me refiero a la Biblioteca de la Facultad. Me acuerdo muy bien, era estudiante de tercero de carrera, de los años de becario en la Biblioteca. Trabajé bajo las órdenes del jefe de Revistas, D. Miguel Muñoz Sánchez. Desde entonces me une un cordón umbilical con la Biblioteca, nunca roto, y que hago extensivo a todas las Bibliotecas a las que he estado ligado por diversas causas: la del Servicio de Estudios del Banco Hipotecario, la Municipal de Vicálvaro, la del Jerome Levy, etc. También hago extensivo mi agradecimiento, por idénticas razones, a los Centros o Servicios de Documentación Estadística y Europea de nuestra Facultad y Universidad. Tengo un agradecimiento especial para las directoras de bibliotecas, centros y servicios de documentación: María Sintés, Pepa Rodríguez, Manuela Gómez-Tavira, Lory Gray, Julia e Idoya Barrenechea.

He conservado de aquellos años de juventud en la Biblioteca una amistad excepcional con Miguel Muñoz. He tenido la inmensa suerte de poder charlar, casi a diario, con él de los aspectos intelectuales y vitales que afectan a cualquier doctorando. Le agradezco profundamente la luz que ha arrojado en las horas oscuras por las que una tesis nos hace pasar. Y, como no, las búsquedas bibliográficas extensas que ha hecho, haberme ilustrado sobre las normas para las citas bibliográficas y la buena escritura en castellano, y otras tantas cosas que no cabe enumerar en breve, con tan pocas palabras y espacio.

Agradezco a los buenos amigos que me han sufrido y son una tabla indispensable para sobrevivir en el Madrid de estos años: Ramón Trujillo, Rafael Frutos, Patricia Salvo y Ruth Martín. Ocupa un lugar especial, José Ángel de Diego, cuya presencia me es tan querida y familiar. A mis padres y hermanos, el cariño y afecto esencial para vivir que me han dado durante todos estos años.

ÍNDICE GENERAL

Lista de Símbolos	XV
Capítulo 1.— Introducción	1
1.1. Hyman P. Minsky	2
1.1.1.- Datos biográficos básicos.....	4
1.1.2.- El carácter de su pensamiento	11
1.2.- ¿Puede suceder otra vez?	13
1.3.- Objeto y método	16
1.4. Descripción y resumen de los temas principales a tratar en los distintos capítulos de la tesis	18
1.4.1 Las figuras del dinero	19
1.4.2 Expansiones financieras	22
1.4.3 Expectativas e incertidumbre	23
1.4.4 Flujos de dinero y ecuaciones de Kalecki-Levy.....	26
1.4.5.- Evolución reciente de la economía española	27
Capítulo 2 – Fragilidad financiera: hipótesis y teoría	29
2.1 Definición de fragilidad financiera	31
2.1.1 Fragilidad e inestabilidad financiera	31
2.1.2 Hipótesis de la fragilidad financiera	33
2.1.3 Teoría de la fragilidad sistémica	35
2.2 Economía Institucional y dimensión financiera del capital.....	37
2.3 Dinero y finanzas en la economía igualitaria perfecta.....	39
2.3.1 El dinero privado	39
2.3.2 Diferencias totales en los flujos de caja	45
2.3.3 Beneficios, ahorro e inversión.....	49

2.3.4 Deuda y finanzas	54
2.3.5 El concepto de balance	59
2.3.6 Expansión financiera.....	62
2.3.6.1 Dinámica financiera de la EIP.....	65
2.3.6.2 Instituciones y estabilidad financiera	75
2.4 La economía privada con bancos	77
2.4.1 El dinero bancario privado.....	78
2.4.2 Creación y destrucción de dinero bancario.....	82
2.4.3 Sistema bancario y niveles de circulación del dinero.....	86
2.4.4 Financiación indirecta y directa del capital.....	89
2.4.4.1 Crédito bancario.....	90
2.4.4.2 Deudas entre iguales.....	93
2.4.5 El Banco Central.....	95
2.4.6 Flujos de caja de la banca comercial.....	97
2.4.7 La hipótesis de la fragilidad financiera en el marco de una economía privada con bancos.....	103
2.4.7.1 Requisitos financieros de la expansión en un modelo clásico....	104
2.4.7.2 Expansión financiera con dinero bancario privado.....	108
Capítulo 3. Teoría keynesiana	115
3.1 El concepto de dinero.....	119
3.1.1 Juegos del lenguaje.....	119
3.1.2 El dinero sin tiempo, cosa y neutro.....	124
3.1.3 Definición circular del dinero.....	129
3.2 Economía de Estado.....	134
3.2.1 Dinero de Estado.....	135
3.2.2 Dinero para el Estado.....	141
3.2.3 Deuda privada y dinero de Estado.....	143

3.2.4 Evolución financiera de la Economía de Estado.....	145
3.3 Economía mixta.....	148
3.3.1 Bancos y dinero de Estado.....	148
3.3.2 Sistema bancario y Banco Central.....	154
3.4 Cantidad de dinero.....	158
3.4.1 El dinero como variable económica.....	158
3.4.1.1 Unidad de medida del dinero.....	159
3.4.1.2 Agregados de dinero.....	162
3.4.2 Dinero exógeno.....	164
3.4.2.1 Definición de dinero exógeno.....	164
3.4.4.2 Un modelo <i>naif</i> de dinero exógeno.....	167
3.5 Dinero endógeno.....	170
3.5.1 Adentro por el capital.....	172
3.5.2 Dinero endógeno estructural.....	173
3.5.2.1 Mercado interbancario.....	176
3.5.2.2 Intermediación financiera y cesiones de activos.....	180
3.5.2.3 La expansión financiera con dinero endógeno.....	182
3.5.3 Las implicaciones políticas del dinero endógeno.....	186
3.5.4 Crítica metodológica a la economía cuantitativa.....	192
3.6 Teoría de una economía monetaria.....	193
3.6.1 Crítica de la economía no-monetaria.....	193
3.6.2 Dinero en Keynes.....	196
3.6.2.1 Teoría de los dos precios.....	199
Capítulo 4. Incertidumbre y tiempo.....	203
4.1 La realidad dinámica.....	206
4.1.1 Conciencia de la realidad dinámica.....	206
4.1.2 Proyecciones y previsiones.....	208

4.1.3 Conocimiento y expectativas racionales.....	210
4.2 El Tratado sobre la Probabilidad.....	213
4.2.1 Estructura del argumento no cierto: la incertidumbre.....	214
4.2.2 Expresión numérica de la probabilidad.....	218
4.2.3 Probabilidad y frecuencia estadística.....	220
4.2.4 La probabilidad subjetiva.....	223
4.3 Incertidumbre y fragilidad financiera.....	230
4.3.1 Los aspectos psicológicos e institucionales de la fragilidad financiera	230
4.3.2 Analogías de los presentes e inducción.....	231
4.3.3 Dinámica de las poblaciones.....	238
4.3.4 Liquidez y fragilidad financiera.....	242
Capítulo 5. Inversión y beneficios	245
5.1 Tipología del flujo de caja.....	247
5.1.1 Tríada de categorías: ingreso, balance y cartera.....	249
5.1.2 Beneficio de la empresa.....	253
5.1.3 Beneficios y finanzas.....	258
5.2 Teoría microeconómica de la inversión óptima.....	261
5.3 Ecuaciones de Kalecki-Levy.....	268
5.3.1 Ecuaciones de Kalecki en una economía privada sin sector exterior.....	271
5.3.2 Ecuaciones de Kalecki para la economía mixta.....	276
5.4 Estructura financiera.....	278
5.4.1 Fuentes ordinarias de dinero.....	278
5.4.2 Tipos financieros básicos y fragilidad financiera.....	281
5.4.3 Estructura financiera global.....	285

Capítulo 6.- Fragilidad financiera y ciclo económico en España	289
6.1 Establecimiento de un calendario del ciclo económico en España	291
6.2 Beneficios, pagos de balance e inversión.....	293
6.2.1 Expansión de la financiación externa en el ciclo económico español.....	293
6.2.2 Inversión y financiación externa.....	298
6.2.3 inversión y beneficios.....	300
6.2.4 Pagos de balance y beneficios.....	302
6.2.5 Estructura financiera de la empresa	303
6.3 Dinero y crédito.....	307
6.3.1 La velocidad de circulación del dinero desde 1970 a 1998.....	309
6.3.2 Crédito y dinero endógeno.....	312
6.3.3 Evolución de los mercados monetarios.....	315
6.4 Deuda Pública.....	318
6.4.1 Evolución del Déficit Público.....	319
6.4.2 Estado y banca.....	321
6.4.3 Estructura financiera del Estado.....	324
 Capítulo 7.- Conclusiones.....	 329
 Anexo I.....	 353
Anexo II.....	359
 Bibliografía.....	 367

LISTA DE SÍMBOLOS

a,b,c ...	En la relación dinero IOU, son familias o empresas individuales a,b,c, etc.
A,B,C...	En la relación dinero son bancos comerciales A, B, C, etc.
B_c	Beneficio de las industrias de consumo
B_E	Beneficio del sector empresas
B_i	Beneficio de las industrias de capital
B'	Beneficio marginal de la inversión
C	Entradas de ingreso de las empresas de consumo
C_d	Consumo de las familias como capitalistas
C_w	Consumo de las familias como trabajadores
D	Dividendos
DP	Déficit del Estado
E	En la relación dinero representa bien al Estado o bien al Banco Central
EE	Economía de Estado
EIP	Economía Igualitaria Perfecta
EMX	Economía Mixta
FE	Financiación externa del sector empresas
FE^d	Demanda de activos financieros que se sostiene en el flujo de ingreso corriente en t
FE^s	Fuentes de financiación externa de la inversión de las empresas en el periodo t
Fe	Financiación externa de la empresa individual
FI	Financiación interna
G_B	Salidas de ingreso de la banca
G_c	Salidas de ingreso de las familias como capitalistas
G_E	Salidas de ingreso de la empresa
G_T	Salidas de ingreso de los trabajadores
I	Entradas de ingreso de las empresas de inversión
I_c	Inversión de las industrias de consumo
I_E	Entradas de ingreso del sector empresas
I_j	Inversión de las industrias de capital
I_T	Entradas de ingreso de las familias como trabajadores
IOU	Acrónimo inglés que significa I owe You, representa la relación binaria y recíproca del dinero crédito entre agentes
P_l	Precio de oferta del capital
P_k	Precio de demanda del capital

PCD_B	Pagos contractuales de la deuda en t con cargo a los beneficios del periodo
PDP_B	Devolución del principal de la deuda con cargo al beneficio del periodo
S_{at}	Déficit total de caja heredado del pasado t pendiente de amortizar hoy
S_C	Ahorro de las familias como capitalistas
S_i	Superávit de ingreso total de caja del agente económico i
S_T	Ahorro de las familias como trabajadores
Sc	Superávit de ingreso total de caja del sector de empresas de consumo
Sf	Superávit de ingreso total de caja para el sector de las familias
Si	Superávit de ingreso total de caja del sector de empresas de capital
$SIPC$	Superávit de ingreso parcial de caja de una empresa individual
W	Salarios para el conjunto de familias como trabajadores necesarios técnicamente
W_B	Salarios pagados por el sector banca a sus trabajadores
W_c	Salarios pagados por la industrias de consumo
W_E	Salarios pagados por el sector empresa a sus trabajadores necesarios técnicamente en la producción de bienes y servicios no financieros
W_i	Salarios pagados por la industria que produce el capital
ΔL	Dinero privado creado para la financiación de la inversión en t
$\Delta_I L$	Inversión del periodo financiada con crédito bancario
ΔM	Aumento del stock de dinero
$\Delta_I FD$	Financiación directa de la inversión corriente
$\Delta_B M$	Beneficios del periodo acumulados en forma de dinero
$ \Delta_I M $	Flujo de dinero que se ha empleado en la financiación corriente de inversión en t que procede del stock de dinero heredado del pasado

INTRODUCCIÓN

Este capítulo comienza con una aproximación a la persona y obra del economista norteamericano Hyman P Minsky. *La hipótesis de la fragilidad financiera*, que es el objeto de investigación que hemos elegido, nace en *la teoría de la deflación con deuda*¹ de Irving Fisher (1933), como una explicación monetaria del ciclo económico y de las grandes depresiones donde éste acaba, pero alcanza su madurez en la obra de Hyman Philip Minsky, sus publicaciones sobre *la teoría de la fragilidad sistémica* abarcan un periodo de 40 años (1954-1996). No es habitual que una investigación teórica aluda a los individuos que la producen, sin embargo, en el caso de la teoría de la fragilidad sistémica, la comprensión de algunos rasgos esenciales de la personalidad, y el conocimiento de la trayectoria general de la vida, del economista arroja una luz no despreciable sobre la naturaleza de su obra. El conocimiento de los elementos más sobresalientes de la biografía de un autor que, a pesar de su importancia, no es conocido suficientemente entre los economistas españoles elimina, por otra parte, los posibles obstáculos que pudiesen surgir en la comprensión de la teoría debidos a la falta de información sobre sus aspectos históricos y culturales, por ejemplo,

¹ Usamos el término *deflación con deuda* como traducción del inglés “*debt-deflation*”

Minsky es crítico con el uso de las matemáticas en el estudio dinámico de la realidad, pero, antes de juzgar, será conveniente saber que Minsky es matemático de formación.

La sección 2 de este capítulo, *¿puede suceder otra vez?*, justifica el gran valor práctico que tiene el estudio de los fenómenos de inestabilidad que habitan en nuestras economías, en particular, de las *crisis financieras* y de los procesos de *deflación con deuda* que provocan, dos situaciones muy graves que han sucedido en el pasado en la economía norteamericana, y que, actualmente, el momento en que se cierra esta tesis, marzo de 2001, sucede, una vez más, en la economía japonesa. La sección 3 aborda el *objeto y método* de la presente investigación, donde se discute, especialmente, el concepto de dinero que manejamos. *El dinero es crédito*, una definición del dinero que es necesaria porque, para el estudio de la macrodinámica de la fragilidad financiera, el dinero debe ser endógeno, se modifica, por tanto, el supuesto, más habitual en la literatura macroeconómica, de dinero exógeno. Por último, en la sección 4, presentamos una breve descripción de lo que trata cada uno de los restantes capítulos de la tesis, de las relaciones que hay entre ellos, así como de los principales conceptos o problemas que en ellos se abordan.

1.1 Hyman P. Minsky

Hay pensadores que nos acompañan a pesar de la gran distancia con la que la vida nos separa, nos ha separado y separará, de ellos. Para distinguirlos de aquellos cuya presencia en nosotros es inconsciente, como recordara Keynes en alguna ocasión en alusión a los clásicos, conste que nos referimos a los pensadores que buscamos deliberadamente para recibir su aliento. Aquellos a los que llamamos

gigantes, por aquello de que nosotros, más pequeños, subimos sobre sus hombros con la intención de ver más que quien nos sostiene²

Quiero creer que Hyman P. Minsky puede considerarse como un tipo de pensador así de positivo. Se trata de uno de los grandes economistas del siglo pasado. Imagino que si el destino no hubiese querido que su relación con Schumpeter fuese la que fue, su profesor y director de tesis en Harvard, bien hubiéramos podido leer sobre su biografía y vida intelectual en algún capítulo de aquellos que escribiera Schumpeter bien en su *Historia del Análisis Económico* o bien en alguno de sus breves ensayos sobre grandes economistas³

Hyman P. Minsky tiene además un interés especial por la relación que tiene con el siglo XX. Un siglo que es, además, puerta de milenio. Minsky vino al mundo al unísono con la Revolución de Octubre, a comienzos del siglo, y se va de este mundo unos años después de la caída del muro de Berlín, a la muerte del siglo XX. Es difícil imaginar una visión humana más plena de un momento de Historia, que presencie el desarrollo de un mundo desde la Aurora hasta el Ocaso. Pero con Hyman no sólo está la coincidencia temporal de su vida con la del siglo XX: también tiene el don de la ubicación correcta, casi diría, perfecta. Porque vivió en los Estados Unidos de América, la gran y, finalmente, única, potencia económica del siglo. Es decir, vivió en el futuro de su siglo; lejos de una vieja Europa, donde, sin embargo, se producían los hechos dramáticos que definieron el siglo XX. Esta gracia de poder mirar con amplitud el mundo, *la visión*, fue concedida a Minsky, y será una característica que apreciamos y destacamos también en su obra teórica.

Para quienes hemos llegado a él, como decía Marguerite Yourcenar, mediante *magia simpática*⁴, lo tenemos también por una

² Eco (1983): p. 35

³ Véase respectivamente, Schumpeter, Joseph A. (1954 y 1951)

⁴ Yourcenar, M. *Memorias de Adriano*. Barcelona: Edhasa, 1982: p. 247

persona de bondad. Nadie de quienes lo conocieron directamente, y con quienes hemos tenido la oportunidad de hablar, ha desmentido su excepcional personalidad científica y, más aún, humana⁵ La teoría económica que desarrolló Hyman Minsky sobre la dinámica de las economías capitalistas es punto de referencia de esta tesis doctoral. Para acercarnos a la figura humana de este economista hemos reunido una serie de apuntes sobre su biografía, que ahora desarrollamos.

1.1.1 Datos básicos de la biografía de Minsky

Hyman P Minsky nació en *Chicago* (Illinois) un 23 de Septiembre de 1919, hijo de Dora Zakon y Sam Minsky Su madre, Dora, perteneció al incipiente movimiento sindical norteamericano y su padre, Sam, militó activamente en la sección judía del *Partido Socialista* en Chicago.

Los padres de Minsky se vieron por primera vez en la celebración del 100 aniversario del nacimiento de *Karl Marx* (1818-1883) organizada por el Partido Socialista. El modo en que se inicia (en una conmemoración del pasado) el noviazgo del padre y de la madre de Hyman (una relación afectiva con consecuencias futuras) establece una relación mágica entre el hijo que nacerá y esa cuarta *persona* -cuya dimensión política es, para bien o para mal, y al menos en el siglo XX, excepcional- de la cual se celebraba su nacimiento hacía cien años, nos referimos a *Marx*. Se trata de una curiosidad que al igual que otras casualidades de la vida de Minsky parecen confirmar aquella creencia en que en el mundo no hay casualidades

⁵ Se han mantenido conversaciones con alguno de sus colegas, amigos o familiares que han sido muy fructíferas en la comprensión de la obra de Hyman Philip Minsky. De una lista más larga, destacaré a Esther Pardo, su mujer, Walter M. Cadette, David y Jay Levy del Instituto J. Levy, y a los profesores Jan Kregel, Randall Wray y Perry Mehrling.

(Chicago tampoco es un lugar cualquiera donde nacer para un futuro estudiante de economía). Con estas anécdotas que rodearon el nacimiento de Minsky, hemos querido dejar constancia de la influencia del socialismo de su entorno familiar sobre su desarrollo posterior, al igual que la estrella que guía la vida de este economista.

Sus estudios primarios y secundarios los realizará en Chicago, Lima (Ohio) y Nueva York. Ingresó en la *Universidad de Chicago* en 1937 con el objetivo de licenciarse en matemáticas. Aquí estudia durante cinco cursos académicos: desde 1937 hasta 1942. Aunque se matricula en matemáticas, sin embargo, gracias al plan de estudio de la Universidad de Chicago de entonces, cursa las asignaturas de Historia, Antropología y Economía de primer curso, que toma como secundarias en su currículum. Tengamos en cuenta que la solicitud de un alumno de Chicago para especializarse en un campo determinado del conocimiento se producía después de que éste hubiese concluido el segundo año de carrera.

Minsky, según leemos en un artículo autobiográfico de 1985, *Beginnings*, relaciona con la muerte de su madre, en las primeras semanas del curso 38/39, la pérdida del deseo de llegar a ser un matemático. En este periodo canaliza, por otro lado, mucha de su energía de juventud a la actividad política. Fue Oscar Lange quien sugiere a Minsky que estudie Economía. El joven Minsky conoce a Lange en las conferencias que este daba sobre la teoría económica del socialismo para el Partido Socialista de Chicago. Cuando se produce este giro, llevaba dos años construyendo un currículum donde las asignaturas de matemáticas eran las fundamentales

Quien aconsejaba a los alumnos que deseaban licenciarse como economistas y dirigía, a tales efectos, sus solicitudes de admisión a finales del año 1939 en Chicago era el profesor del departamento de economía Frank Knight. Este profesor sugirió a Minsky, a la vista de su currículum, que obtendría más beneficios si se licenciaba en

matemáticas, como formación principal, a lo que podría añadir una titulación en económicas, como formación secundaria, que si se licenciaba simplemente en económicas como el planeaba. Esta decisión no fue bien acogida por el departamento de matemáticas, al que finalmente tuvo que acudir Hyman, puesto que no entendían que utilidad podía extraer un matemático de la economía (pensaban, posiblemente, que ninguna). Era la primera vez que un caso así se daba en Chicago e incluso hubieron de pedir un permiso especial para ofrecer dicha titulación principal en matemáticas, pero secundaria en económicas. El programa de estudios universitarios que seguiría Minsky en Chicago, como se vio después, fue todo un acierto que hay que agradecer a Frank Knight.

El ambiente académico e intelectual que dominó la Universidad de Chicago justo antes de la Segunda Guerra Mundial fue, en todos los sentidos de la palabra, excepcional. La alegría que se manifiesta en los recuerdos de Hyman sobre su periodo universitario constatan la singularidad de aquel momento de su vida; por ejemplo, no encontramos un sentimiento de similar intensidad en los recuerdos de su doctorado en Harvard (Hyman solía hablar con Sylos Labini de los diferencias entre Harvard y Chicago cuando coincidieron en Littauer). Fermi realiza por aquellas fechas, muy cerca de la residencia de estudiantes donde vivía Minsky, Ellis Coop., la primera reacción nuclear autosostenida que conducirá a los Estados Unidos a producir la primera bomba atómica.

El departamento de economía en Chicago a finales de los años 30 estaba abierto a economistas con visiones e ideologías aparentemente contrapuestas, en las que, sin embargo, Minsky descubriría similitudes en lo hondo: barriendo desde la izquierda hacia la derecha, allí estudiaría con economistas como Oscar Lange, Paul Douglas, Jacob Viner, Henry C. Simons y Frank Knight. Aunque perteneciese a la izquierda, Hyman se alimenta de las enseñanzas de todos sus profesores, aunque sus ideologías fuesen

diferentes a la suya. No obstante, la denominada escuela de Chicago de Milton Friedman, por el contrario, menos variopinta, al menos en lo que a contraste o convivencia en su seno de ideologías políticas rivales se refiere, vino después: se produjo en otra Universidad de Chicago diferente a la que conoció Minsky a finales de los años 30.

Minsky tuvo una relación estrecha tanto en lo personal como en lo intelectual con Oscar Lange desde su primer encuentro hasta 1942 -el cambio ideológico posterior de Lange, que Minsky dice recordar no sin amargura, interrumpirá esa relación- Sin embargo, el profesor de Chicago que más influye en la obra de Minsky no será Lange, quien dirigió el camino de Hyman en sus inicios, sino el liberal Henry C. Simons, quien dejará profunda huella tanto en el fondo como en las formas de la hipótesis de la fragilidad financiera. Por ejemplo, la idea fundamental de que el fallo de las economías libres proviene de su estructura financiera está ya en el pensamiento de Simons con absoluta nitidez, la agenda reformadora radical de las instituciones capitalistas para lograr la Democracia en Simons será, en manos del alumno, una reforma continua para conseguir la estabilidad del sistema intrínsecamente inestable. Minsky creía que el programa que desarrolló era consistente con la visión de Simons de “la buena sociedad” (*a good society*)⁶

Después de licenciarse en matemáticas, esto sucede hacia la primavera de 1941, el Departamento de Economía de Chicago lo admitió en su programa de posgrado y le concedió una beca. Su primer encuentro con Harvard (de nuevo guiado por Lange), en la primavera de 1942, consistió en trabajar en el equipo de investigación de Leontief para la planificación después de la guerra. Es entonces cuando Harvard ofreció a Hyman una beca significativamente mejor que la que disfrutaba en Chicago para conseguir que se quedará trabajando allí. Propósito logrado hasta

⁶ Minsky (1985): p. 220

principios de 1943 en que fue llamado a filas, aunque no tanto por el dinero como porque Simons y Lange ya no estarían en Chicago.

En Littauer, donde permaneció varios años durante la Guerra y al volver de ella, Minsky va a disfrutar de una relación intelectual fructífera con Joseph Alois Schumpeter, quien será su director de tesis hasta que muera en 1950; le dejará un legado intelectual de valor incalculable con huella en la obra minskiana posterior. En las conversaciones que solía sostener con Schumpeter en la oficina de éste -dábase la circunstancia de que la oficina que le correspondía como profesor ayudante de los cursos de Alvin Hansen sobre Dinero y Banca, se encontraba justo debajo de la de Schumpeter, en la entreplanta de Littauer, lo que facilitaba estos encuentros-, los temas sobre la naturaleza y método de la economía ocupaban un lugar primordial⁷

El economista, decía Schumpeter, debe primar la *visión* cuando crea sus teorías, y las técnicas deben servir, en última instancia, a apoyarla (expresando así algunas de los principios del instrumentalismo metodológico propugnado por Ernst Mach). Los estudiantes de doctorado que acudían a Harvard después de la guerra no tomaban en serio las enseñanzas de Schumpeter: no sólo porque las matemáticas, con un desarrollo técnico tan limitado entonces que, por ejemplo, no permitían trabajar con sistemas dinámicos no lineales, empezaban a dominar en la academia, sino, sobretodo, porque el carácter pragmático de aquellos alumnos negaba todo valor a un economista que, como Schumpeter, entendía que la economía no era una ciencia “normal”, sino más bien una aventura. Minsky, sin embargo, fue una excepción.

Minsky obtiene el título de doctor en Economía por la Universidad de Harvard en 1954. Un año después, el mismo en que

⁷ Véase, por ejemplo, dos autoexplicaciones precisas de Minsky sobre la influencia que recibiera de Schumpeter: “Taking Schumpeter’s Methodology Seriously: Commentary” (1992) y “Schumpeter: Finance and Evolution” (1990)

se casa con Esther Pardo, y respondiendo a una solicitud de A. Papandreou, se traslada a la Universidad de Berkeley para impartir alguna de las clases del departamento de Economía de dicha Universidad como profesor visitante. En 1957, coincidiendo con sus primeras publicaciones de importancia, una de ellas en *American Economic Review*, consigue la estabilidad completa en su trabajo de profesor universitario en Berkeley. Permanecerá en California hasta 1965.

A mediados de la década de los sesenta comienza en Berkeley la revuelta estudiantil que, de algún modo, marcará el espíritu de una época rebelde y dorada: *los sesenta*. Los sucesos del curso 64/65, según conversaciones que mantuvo Dimitri B. Papadimitriou con el propio Minsky⁸, justifican que acepte una plaza de profesor en St. Louis, Washington University. Con esta decisión, Hyman buscaba un lugar tranquilo donde emprender una serie de investigaciones cuyos frutos situaba en el largo plazo, y que no parecía ya encontrarse en Berkeley. En realidad, no esperaba permanecer mucho tiempo en St. Louis. Sin embargo, allí entra a formar parte del consejo de dirección de Mark Twain Bank. Un trabajo que le va a permitir conocer la realidad financiera de un modo directo.

Una posibilidad realmente extraordinaria para un estudioso de las finanzas. La experimentación directa con la Naturaleza, y a pesar de todas las complejidades que se quiera, es más fácil a día de hoy para un investigador de las Ciencias Naturales que lo que es para los que estudian la Sociedad acceder a un conocimiento directo de las parcelas de la realidad social o financiera sobre las que piensan. Poder dirigir un banco no es una obligación científica del economista, sino un privilegio de unos pocos. Minsky fue uno de ellos, por lo que no es extraño que haya valorado tanto este aspecto que incluía su permanencia en Washington University. Por el coste que le suponía

⁸ Dimitri B. Papadimitriou "Minsky on Himself", en *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, 1992.

abandonar el banco Mark Twain rechaza varias ofertas de trabajo en Universidades de Nueva York. Por estas circunstancias, su estancia en St. Louis se prolonga hasta 1996. Un periodo más largo de lo que inicialmente tenía previsto cuando dejó Berkeley.

En el curso 69/70 pasa un año sabático en Cambridge. Conoce y establece una estrecha amistad con Jean Kregel, quien entonces realizaba su tesis doctoral. En 1975 publica su primer libro, *John Maynard Keynes*, que le sitúa como uno de los líderes, junto a Paul Douglas, Jean Kregel y Victoria Chick, en la reconstrucción del pensamiento keynesiano -maltrecho tras la contrarrevolución que iniciaran Hicks, Alvin Hansen y Samuelson, entre otros, con la denominada síntesis neoclásica-. En 1977, es admitido en el consejo de dirección del *Journal of Postkeynesian Economics*, una revista que fundara Paul Douglas y Sidney Weintraub. No obstante, Hyman Minsky no se reconoció miembro de escuela alguna.

En 1990, Hyman Minsky entra a formar parte del *Jerome Levy Economics Institute* of Bard College, donde pasa sus últimos años de vida como investigador distinguido de este instituto ubicado en una hermosa mansión a orillas del río Hudson y con magníficas vistas a las montañas Catskill. Hyman Philip Minsky muere el 24 de Octubre de 1996 en Rhinebeck, una localidad pequeña del bello Valle del Hudson, Estado de Nueva York⁹

⁹ Seis meses después de la muerte de Hyman Minsky, Mayo de 1997, emprendí el primero de lo que luego sería una serie de viajes a Estados Unidos, más concretamente a Nueva York, directamente relacionados con las necesidades crecientes de información que iba exigiendo el desarrollo de esta investigación, a medida que el grado de complejidad del tema alcanzaba ya un punto crítico de acumulación. Algunas apreciaciones o comentarios que se han realizado en esta parte de la tesis son personales, precisamente, por el acercamiento que hubo entonces con el mundo real en que vivió Minsky, y donde, en el recuerdo de sus alumnos, amigos, y familia, aún seguía vivo.

1.1.2 El carácter de su pensamiento

Dimsky y Pollin (1992) clasifican, y al hacerlo califican, acertadamente a Minsky en la clase de los *erizos*. Se refieren al *erizo* del que habla Arquiloco¹⁰ en uno de sus versos, el cual ha llegado hasta nosotros y es ya popular gracias al ensayo de Isaiah Berlin¹¹ (1953) *el erizo y el zorro*. El poeta griego, en efecto, define al *erizo* en contraposición al *zorro* en los siguientes términos:

*El zorro sabe muchas cosas;
el erizo, sin embargo, sólo sabe una, pero es muy grande.*

Creemos que lo que sabe muy bien Minsky es que la economía real en que nos ha tocado vivir es, esencialmente, un sistema financiero. Este conocimiento central identifica muy bien un elemento sobresaliente y notorio de la producción científica de Minsky que algunos autores, liderados por Perry Mehrling, han nombrado “visión”. Los que lean y estudien la extensa obra de Hy desde su tesis doctoral (1954) hasta la conferencia que pronunció en

¹⁰ Arquiloco fue un poeta griego, vivió entre el 710 y el 676 a. C., cuyas maliciosas e implacables sátiras fueron el azote de sus enemigos. Considerado el primer poeta lírico griego, también se piensa que fue el creador del ritmo poético yámbico. Sólo han sobrevivido fragmentos de sus composiciones.

¹¹ Isaiah Berlin es el referente contemporáneo de esta tipología que luego han usado otros autores, véase Jon Juaristi (1997): p. 35. Dymsky (1991): p. 27. Isaiah la utiliza para explicar el carácter y valor de algunos pensadores o artistas: “ el “erizo” se caracterizaría porque encuadra todo en una *visión* central y sencilla, un sistema de pensamiento más o menos coherente o articulado, el cual explica muy bien por qué estos pensadores entienden, piensan o sienten del modo en que efectivamente lo hacen; un principio organizador simple y universal mediante el cual y sin ayuda de otra cosa todo lo que ellos son y dicen tiene significado y sentido. Los “zorros”, por el contrario, son pensadores que persiguen múltiples fines sin relación alguna entre ellos, muchas veces contradictorios entre sí; los cuales se conectan, si acaso, sólo de facto, por alguna causa psicológica o fisiológica, pero, en ningún caso, existe en ellos un principio moral o estético que explique la coexistencia de fines tan diversos en su persona.”[Traducción propia: I. Berlin (1953): p. 1-2.]

la entrega del premio Veblen-Commons (1996), por tanto, que se expongan a la manifestación escrita de su pensamiento vivo a lo largo de cuarenta años, comprobarán fácilmente que subyace a toda esa obra, que es muy variada en sus contenidos específicos o históricos, un tema dominante.

Minsky tiene, en efecto, un punto fijo en su mente, un elemento que parece atraer hacia sí las diversas y múltiples manifestaciones de un pensamiento prolífico. Esto no puede ser otra cosa que una *visión*, es decir, un modo particular y preciso de ver la realidad. Podemos decir que, por ella, quien la posee dispone de un conocimiento exacto de que es lo que en realidad importa, por consiguiente, de aquello que merece la pena ser analizado y observado de la realidad. Sabemos que este elemento, “*la visión*”, corresponde a un rasgo característico de la metodología científica defendida por J.A. Schumpeter. En efecto, Minsky (1992) en un comentario sobre las enseñanzas de Schumpeter en Littauer reconoce esta influencia sobre su trabajo científico de la metodología de su maestro en Harvard.

La visión es siempre subjetiva; y, en tanto que elemento precientífico, de difícil digestión para las concepciones convencionales de la racionalidad científica. Sin embargo, la primacía de la visión tiene, a pesar de su aparente irracionalidad, una utilidad enorme para el constructor de teorías, sobre todo, si esta tiene como objeto la dinámica de alguna parcela de la realidad social. Este es el caso de la teoría de la fragilidad sistémica de las economías capitalistas.

Quien tiene visión puede, como sucede en Minsky, mirar la realidad con una amplitud bastante por encima de lo que se considera normal sin que necesariamente acabe sucumbiendo al caos. La complejidad de lo económico exige que el investigador sea cuidadoso en su estudio con las abstracciones que emplea, pues constituyen sólo el comienzo de su camino, mientras que le obliga a enfrentarse a una cantidad de información institucional e histórica

inmensa. El mundo real, infinito en sus dimensiones, amenaza directamente con llevar al observador a una representación de la realidad fragmentada e incoherente. De hecho, no es sorprendente que al mismo tiempo que se empieza a entender el significado de la fragilidad financiera se experimenta una sensación de desbordamiento y desconcierto. Sin embargo, se percibe de un modo intuitivo y progresivo que la diversidad desbordante va a parar finalmente a un único centro.

Gracias a este elemento integrador se consigue finalmente dar coherencia al enorme caudal de ideas y datos que se maneja y que se nos arroja al estudiar la *hipótesis de la fragilidad financiera*. Y, sin duda, es la explicación última de que un pensador como Minsky haya podido mantener su independencia respecto al pensamiento de los otros y sobrevivir en épocas donde el disentir de los convencionalismos de la academia era tan complicado, cuando no imposible.

1.2 ¿Puede suceder otra vez ?

Las crisis financieras fueron sucesos recurrentes en las economías de libre empresa más avanzadas y dinámicas antes de la Segunda Guerra Mundial. Los periodos de expansión de la actividad económica, en esa época, terminaban con alguna crisis financiera que sorprendía a todos; por primera vez, tras largos años de prosperidad y bienestar se despertaban en un mundo diferente: con más pobreza y menos oportunidades. El desplome de precios que sucedía en los distintos mercados de activos, financieros y reales, fenómenos centrales de cualquier crisis financiera, se transmitía con posterioridad a los precios y a la actividad en los mercados de bienes de un modo tal que la economía quedaba sumida en una depresión

grave, en ciertos casos, durante años. Finalmente llegaría la recuperación y el inicio de un nuevo periodo de expansión.

Determinados cambios institucionales que se introdujeron o bien se consolidaron en las economías de libre empresa, capitalistas y urbanas¹², en general, y en la norteamericana, en particular, después de terminada la guerra mundial, así como la expansión sin precedentes del conocimiento y la técnica, hicieron pensar a muchos, si no a todos, que el mundo en que ahora vivían era nuevo; diferente a lo que hubo con anterioridad a la guerra. La experiencia económica, en efecto, que entonces vivían estas economías era la de una época dorada que aún hoy añoramos; lo que en la teoría denominamos crecimiento económico *estable y con pleno empleo*. Lo que era también nuevo, además de sorprendente, era que existía el convencimiento generalizado o tal vez que no se quería, no era fácil, pensar lo contrario de que ese proceso económico no tendría fin. Se había entrado en una nueva era, decían, una época de expansión sin fecha límite. Se aceptaba, por tanto, por la mayoría o quizás más bien por el poder, que el ciclo económico era una cosa del pasado, algo irrelevante para los nuevos tiempos.

En 1963, Hyman P Minsky, en medio de la euforia, escribe “¿*Can it happen again?*” En este artículo, Minsky pregunta y se pregunta si es posible que en el futuro, lo que era el futuro en aquella fecha, podría suceder de nuevo en su país, los Estados Unidos de Norteamérica, una situación como la vivida en el invierno de 1933. Cuando como resultado de un proceso de *deflación con deuda* que tuvo su origen en la más famosa crisis bursátil de todos los tiempos, la de 1929, el sistema financiero norteamericano se colapsó. Victoria Chick, que por aquel entonces era alumna de Hyman en Berkeley, recordando muchos años después esta actitud profética del hombre que ella conoció y su destino se percata de que nos encontramos, en

¹² El significado de urbano en Minsky (1967 a): p. 42-43

verdad, con una personificación moderna del mito griego de Casandra en Minsky.

Minsky responde a su pregunta con una hipótesis fuerte, que formula con todo claridad en el estudio de investigación que preparó por aquellas fechas para la Comisión del Congreso Norteamericano sobre Dinero y Crédito. Con el tiempo esta hipótesis adquiere identidad propia y se bautiza con el nombre de *Hipótesis de la Fragilidad Financiera* (HFF); según la cual, las crisis financieras en las economías capitalistas de libre empresa son sistémicas, en el sentido de que podemos hablar de una tendencia de estas economías a sufrir esta clase de sucesos de crisis o incoherencia generalizada. En concreto, es su componente financiero quien crea las condiciones propicias para que se den.

La economía en la hipótesis siempre es una realidad en devenir y, en consecuencia, subyace un pensamiento dialéctico de la realidad en la misma. De ahí que tome precisamente el nombre (en realidad, uno de los dos nombres con que se la conoce, a saber, hipótesis de la fragilidad financiera o hipótesis de la inestabilidad financiera) de uno de los estados que supuestamente alcanza la economía en su desarrollo natural. Se trata de un momento de “madurez”, final del crecimiento que hasta entonces había experimentado, donde la situación financiera presenta características nuevas y diferenciadas con el pasado. En resumen y en un lenguaje vago que iremos progresivamente depurando: la economía no dispone de defensas suficientes para resistir golpes que amenazan con provocarle una crisis financiera. Se entiende ahora por qué se dice que la economía está frágil y que esta fragilidad que se localiza en su estructura financiera es el primer eslabón y fundamento último en la explicación y comprensión de las crisis financieras.

La *HFF* no niega que en la mecánica de la crisis financieras exista un detonante identificable que la desencadena: un error humano, un shock externo e incluso un fallo de política económica.

Si bien considera que el detonante es generalmente un hecho insignificante que en otros tiempos pasó inadvertido. Minsky al discutir la razón de las crisis financieras, a diferencia de otros autores, no se centra en la fuerza del detonante (factor exógeno) sino en la situación terminal de debilidad alcanzada por la economía en su normal devenir (factor endógeno). Considera, por consiguiente, que es el factor endógeno (fragilidad financiera) lo que en última instancia define qué impacto tendrá el factor exógeno (el detonante). No es tanto la agresión en sí lo que importa como la indefensión del sistema.¹³

1.3 Objeto y método

Esta tesis tiene como objeto principal la aplicación de la *bipótesis de la fragilidad financiera* de Minsky en contextos institucionales diversos. La delimitación del conjunto de instituciones financieras, que definen un tipo de economía, se ha obtenido del desarrollo progresivo de *las formas del dinero* más complejas a partir de las anteriores más básicas.

Nuestro punto de partida ha sido la economía en la que sólo hay una forma de dinero, y, por consiguiente, un único nivel de circulación del flujo monetario. Este caso corresponde a una

¹³ Un símil de esta idea en medicina, una ciencia que tanto se parece a la economía, sería el siguiente: ¿qué pensaríamos si cuando, por ejemplo, en un cuerpo infectado de VIH se diagnosticara que la muerte del paciente ha sido una gripe, que siendo débil, sin embargo, para justificar su efecto sobre el paciente en la autopsia se presenta como especialmente grave y fuerte?. Por consiguiente, que no se considerase que el paciente no se encuentra en una situación de normalidad en sus defensas: nadie se hubiese dado cuenta de que el hombre estuvo en verdad no enfermo de gripe sino de SIDA.

economía igualitaria perfecta. Sobre esta forma primigenia del dinero irán apareciendo innovaciones que definirán nuevos tipos de economía; por ejemplo, aumentando el grado de desigualdad de los agentes. Se parte de una *economía de dinero privado*, a la que incorporaremos nuevas formas de dinero, bancario y de Estado, para definir la economía mixta, más compleja y próxima a una economía del mundo real.

En la definición de los diferentes marcos institucionales, se ha observado, no obstante, un principio general: en cualquier economía, *dinero*, *finanzas* y *capital*, son objetos que se relacionan entre sí. Cualquiera de ellos implica a los otros dos, según un orden establecido. Existe tal relación entre los tres porque atendemos a su duración, al tiempo en que ocurren. El capital obliga al dinero a una prolongación que se materializa en las finanzas. La tríada resume, por consiguiente, la articulación de los tres elementos en el tiempo. Esta implicación del capital sobre los otros dos elementos, dinero y finanzas, lo denominaremos como *dimensión financiera del capital*.

El capital es un objeto material, pero su dimensión financiera nos remite a otro ámbito diferente. Porque el carácter plástico del dinero y de las finanzas impide, a nuestro parecer, darles una forma definitiva, tal y como sucede con los objetos físicos. El ámbito al que pertenece el dinero y las finanzas es el mismo que el de las instituciones económicas. Desde nuestro punto de vista, finanzas e instituciones están inevitablemente unidas. Se implican mutuamente.

La conjunción de estos dos aspectos, primacía del elemento financiero y, como consecuencia, delimitación de las instituciones que lo definen y define, generará un modelo de economía diferenciado de otros modos de representación. Calificaremos a una economía esencialmente financiera de *capitalista*. La economía capitalista se representa, pues, de una manera no-clásica. La economía capitalista, tal y como lo define Minsky (1975a), es una representación de *economía monetaria*, contraposición a la economía

no-monetaria o de trueque clásica¹⁴. Esta identidad de las dos visiones de la economía, capitalista y monetaria, nos va a permitir inscribir la teoría de la fragilidad sistémica de Hyman P. Minsky dentro de la tradición teórica encarnada en la figura de J.M. Keynes.

El método usado en esta tesis se ajusta, por consiguiente a una tradición estrictamente keynesiana: aquella en la que, como señala Sheila C. Dow, la contemplación conjunta de *dinero, tiempo e incertidumbre* generan un tipo de pensamiento económico específico, que ella inscribe en un marco de pensamiento más general que se remonta hasta el *estoicismo romano*. Nosotros hemos extendido este planteamiento keynesiano al estudio y la investigación de las instituciones básicas de la economía, cuya manifestación principal es *el dinero*. Lo que se extiende, por desarrollo natural de dicha lógica institucionalista, hasta el conocimiento directo de la realidad económica misma más allá de las abstracciones y conceptos que se consideren necesarios para ordenar el pensamiento que sobre la realidad se mantenga como punto de partida.

1.4 Descripción y resumen de los temas principales a tratar en los distintos capítulos de esta tesis

El núcleo central alrededor del cual se articula y desarrolla la explicación global que se propone en la tesis de la *hipótesis de la fragilidad financiera* de Hyman P. Minsky es el *dinero*. El dinero es crédito, pero un crédito que se conceden recíprocamente las parejas de individuos cuando intercambian en los mercados de bienes y servicios. A partir de la definición de dinero, se construye una estructura articulada y jerarquizada de elementos explicativos y

¹⁴ Minsky (1975 a): p. 8-9,
Minsky (1980 e): p. 30-31.

conceptos fundamentales, creemos que suficientes, que racionaliza la hipótesis y su teoría. Esta tesis presenta un sistema para la comprensión de la teoría de la fragilidad sistémica que hemos heredado y, por consiguiente, facilita el desarrollo ulterior de la misma. Los distintos capítulos, que ahora pasamos a describir brevemente, constituyen el esqueleto de un pensamiento que, a pesar de su originalidad, esperamos sea de utilidad para todo aquel que esté interesado en el estudio de la inestabilidad financiera sistémica de las economías capitalistas en que vivimos.

1.4.1 Las figuras del dinero: secciones 2.3, 2.4, 3.1, 3.2 y 3.3

El fenómeno natural que nos ocupa es el de las relaciones humanas que se establecen sobre el principio económico básico de la *reciprocidad*. Desde el momento que nuestra economía no concibe al individuo fuera de la sociedad, y presupone que hay una relación natural de igualdad que los une, “la reciprocidad”, la economía debe reconocer que el ser humano que estudia es, por naturaleza, un ser ético: no es posible definirlo como uno, sino que, como mínimo, debe definirse como uno de dos. Como corolario de este principio teórico fundamental, la Economía debe volver a establecer relaciones directas con la Ética, la Moral social, el Derecho, etc..

La sociedad necesita de símbolos y signos para comunicar a todos sus miembros los principios fundamentales de convivencia que la sustentan. La relación de *reciprocidad* que nos ocupa tiene una figura cierta y conocida por todos que le da la visibilidad social necesaria: se trata *del dinero*. Pero debemos tener en cuenta que la sociedad humana se funda también en un principio de *autoridad*. No es, por tanto, menos cierto que, junto al principio de reciprocidad, un requisito indispensable entre los elementos constitutivos de una sociedad es la aceptación de la desigualdad de sus miembros. La

desigualdad a la que nos referimos es una manifestación del poder, y tiene su representación más perfecta en la figura del Estado.

Una definición correcta y completa del dinero debe contemplar que tanto el principio de reciprocidad como el de autoridad son elementos constitutivos necesarios de cualquier sociedad, y, por extensión, de cualquier economía. No obstante, la explicación de la figura del dinero en un contexto institucional que admite la desigualdad entre los agentes económicos no sólo es compleja, sino que, en general, el dinero que allí se defina esconde la relación de reciprocidad que simboliza. Es por ello que el desarrollo de las formas del dinero se da en dos pasos sucesivos, cada uno de los cuales va a ocupar un capítulo completo de la tesis. El capítulo 1 investigará la naturaleza de la figura del dinero en el contexto de una economía sin Estado. Y el capítulo 2 discute la forma más compleja de dinero en el contexto de la economía con Estado.

En la figura 1.4-1 se presentan los cuatro tipos de economías o contextos institucionales para cada uno de los cuales hemos definido una forma característica del dinero, así como la sección del capítulo en que se desarrollan¹⁵ Desde la forma más sencilla de la Economía Igualitaria Perfecta, EIP, hasta la forma más compleja de la Economía Mixta, EMX. La economía de dinero privado bancario es un caso de Economía sin Estado –se recoge, por tanto, en el capítulo 2, dedicado a las economías privadas o sin Estado- a la que, sin embargo, se le introduce un grado de desigualdad al contemplar la posibilidad de la existencia en ella de bancos comerciales e incluso la figura de un Banco Central.

La Economía de Estado, EE, que se desarrolla en el capítulo 3 discute la figura del dinero en un contexto institucional que es la

¹⁵ La construcción progresiva del modelo de economía a partir de un plano institucional inicial que se enriquece sucesivamente con la incorporación de nuevos atributos monetarios y financieros sigue el método de análisis que usara Gurley y Shaw (1960).

antítesis de la EIP. La consecuencia de introducir bancos en el contexto de una EE será precisamente la Economía mixta. Una donde los bancos consiguen alterar la naturaleza del dinero de Estado que se les da como la forma del dinero para familias y empresas. Una forma que tras ser modificada aparece como una nueva figura del dinero para el Estado, pero que recogerá, en su esencia, la naturaleza del dinero privado. Es por ello que la denominamos híbrida, porque es de Estado y privada al mismo tiempo.

Tan pronto se entiende que el dinero es una relación de reciprocidad será fácil desvelar que el dinero necesariamente esconde detrás de sí un proceso. Es lo que denominaremos la naturaleza circular del dinero, o, sencillamente, que el dinero se crea y se destruye. El dinero en cuanto se concibe como proceso vivo no se puede concebir al margen del tiempo. Llegados a este punto ya tenemos dos de las características del pensamiento keynesiano, la conjunción en un mismo análisis del *dinero* y del *tiempo*.

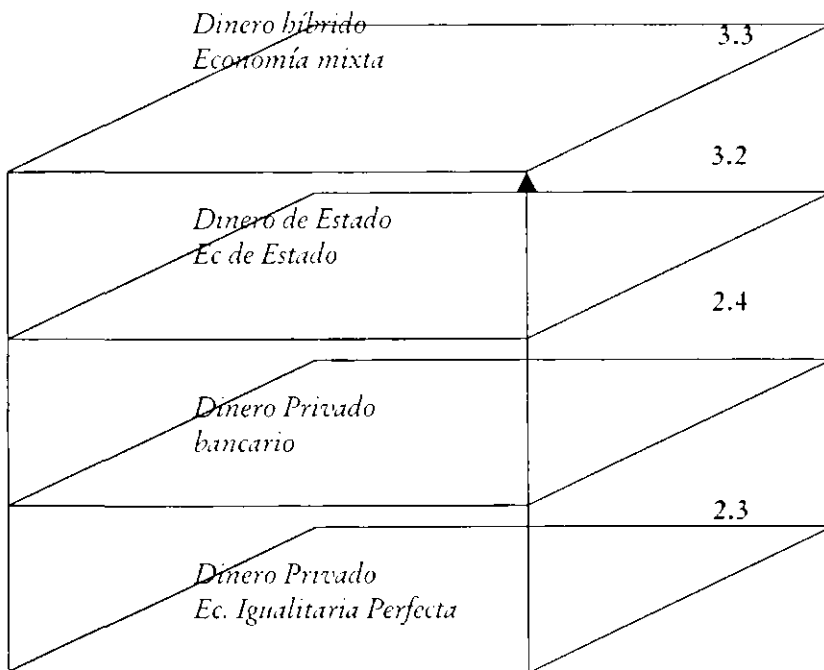


Figura 1.4-1: diversos tipos de economía y sus respectivas formas de dinero contempladas en la tesis.

Basta con contemplar la dimensión temporal del dinero para darnos cuentas de que el dinero es la primera piedra del edificio financiero de la economía. Para completar el puzzle que surge al contemplar la naturaleza temporal del dinero y su relación con las finanzas es necesario introducir un tercer elemento, la adquisición de propiedad, que para nosotros estará representada por la adquisición de capital.

En los capítulos 2 y 3 se definirán los procesos del dinero para cada uno de los tipos de economía y sus variantes. Para lo cual se investigan los tres elementos que deben definir dicho proceso: la forma del dinero, los déficits y superávits asociados al capital y las deudas de que se dota la economía. En algunas ocasiones nos referiremos a los tres elementos de un modo único como la *dimensión financiera del capital*. Cada marco institucional específico definirá una dimensión financiera del capital característica.

1.4.2 Expansiones financieras: secciones 2.3.6, 2.4.7, 3.2.4 y 3.5

Una vez se han definido las formas de dinero que corresponden a cada uno de los marcos institucionales que hemos señalado, cuyos extremos son la Economía Igualitaria Perfecta y la Economía de Estado, ambas economías sin bancos, se introducen un conjunto de ecuaciones muy elementales respecto a las necesidades de financiación externa y las distintas fuentes de proveer dicha financiación para las empresas en las distintas economías en los distintos momentos del tiempo.

Estas ecuaciones son de naturaleza dinámica, desde el momento en que cualquier valor de las mismas en cualquier momento del tiempo t estará relacionado con lo que haya sido el pasado de la economía. La evolución de las variables financieras en el tiempo, que recogen nuestras ecuaciones dinámicas básicas, nos va a permitir

determinar las características generales de un proceso de expansión financiera asociado a contextos institucionales diversos. En particular, nos preguntaremos por la lógica por la cual el proceso de expansión financiera unido a un proceso de crecimiento económico o de acumulación de capital va a provocar el desplazamiento de la economía desde estados iniciales robustos, desde el punto de vista financiero, hasta estados o situaciones de fragilidad financiera avanzado el proceso de expansión económica.

Excepto en la *economía mixta*, dado que de lo contrario se hubiese anulado su complejidad, manifiesta, por ejemplo, en la naturaleza híbrida de su dinero, se ha supuesto que las instituciones financieras y del dinero iniciales no experimentan modificaciones en el transcurso de la expansión. Este supuesto de estabilidad institucional debemos abandonarlo en la *economía mixta*, precisamente, porque el cambio evolutivo en los mercados monetarios es el motor que va a transformar a ese tipo de economías desde sus estados iniciales, teóricamente robustos, hasta el de fragilidad financiera. Explicaremos este proceso de cambio institucional en la sección 3.5 dedicada al dinero endógeno.

1.4.3 Expectativas e incertidumbre: capítulo 4

Una vez se ha analizado la dinámica de la evolución capitalista, que toma como punto de referencia la hipótesis de fragilidad financiera, se pasa al estudio de las características psicológicas y cognitivas de los individuos habitantes de la economía, por consiguiente, de los supuestos microeconómicos, que subyacen en la dinámica general del sistema ya apuntada.

Antes de alcanzar este capítulo, se habrá completado la explicación tanto de las distintas formas del dinero y del sistema financiero presente en cada clase de economía, que denominamos

por *dimensión financiera del capital*, como de la posible evolución de una hipotética expansión financiera de la economía capitalista hasta alcanzar el estado de fragilidad que le atribuimos; para lo cual, como veremos, seguiremos un esquema basado en la unión de tres conceptos elementales *dinero-capital-deudas* y su concreción en la figura del balance, por un lado, y en unas ecuaciones de financiación externa simplificadas por las que se establecen relaciones entre cualquier presente de la economía y su pasado más o menos remoto, por otro lado.

Sin embargo, no debemos olvidar que en todo proceso de expansión financiera la percepción del futuro que tengan los individuos que habitan en la economía también es uno de los determinantes de esa evolución. Aparece así el futuro en nuestro análisis, y eso implica necesariamente la aparición del tercer elemento fundamental del pensamiento keynesiano –según el esquema de Sheila C. Dow–, a saber, *de la incertidumbre*, en nuestra investigación.

Con la introducción de las expectativas en este estudio de la evolución financiera capitalista, el análisis que se había desarrollado fundamentalmente en un nivel macroeconómico y dinámico incorporará nuevos elementos teóricos que nos conducirán a un nivel distinto en la explicación y desarrollo de la hipótesis de Minsky: el microeconómico. Los aspectos más históricos o institucionales de la economía, a su vez, dejan paso a los aspectos más subjetivos y psicológicos. Al anteponer los aspectos institucionales a los psicológicos en nuestra investigación, nos ajustamos a lo que ha sido el desarrollo histórico de la hipótesis minskiana.

Nuestro estudio de las expectativas de los agentes económicos se desarrolla en tres niveles, que corresponden a cada uno de las secciones del capítulo. En un primer nivel estudiamos la naturaleza dinámica de la realidad y la incapacidad humana de tomar una conciencia perfecta de lo que ella es y significa. Suponemos que el ser

humano tiene una incapacidad innata en percibir, en su totalidad, lo temporal. Como una posible solución a esta limitación proponemos una clasificación preliminar de las acciones intertemporales de los individuos en proyecciones y previsiones.

En la sección segunda, se estudia el concepto keynesiano de incertidumbre a la luz del *Tratado sobre la Probabilidad* de 1921. En este punto, justificamos la tesis de Keynes de que la probabilidad estadística no es fundamento racional alguno para construir sobre ella una teoría del conocimiento del futuro de los agentes. La admisión de tal supuesto es suficiente para alejarnos definitivamente de la economía clásica, y, por extensión, también de la escuela de las expectativas racionales. Invertimos la autoconciencia que los clásicos tienen de su modelo de racionalidad: el individuo que incluye entre sus proposiciones secundarias el modelo de la realidad en que vive, cuando además dicho modelo se lo suministra el constructor mismo de modelos y no Dios mismo, es, simplemente, un agente que se comporta irracionalmente.

En la sección tercera del capítulo, se proponen alternativas para fundamentar las expectativas del individuo dentro de una tradición keynesiana y compatible, por tanto, con la HFF. Suponemos que cualquier afirmación respecto a la naturaleza racional del conocimiento futuro de un agente se ajusta al esquema desarrollado por Keynes en el *Tratado sobre la Probabilidad*. Por consiguiente, incluye como elemento que refuerza la racionalidad de cualquier argumento probable el peso de los argumentos en la deducción de proposiciones primarias a partir de secundarias. En primer lugar, se debe tener en cuenta que cualquier expectativa del sujeto debe encuadrarse en una teoría dinámica de las poblaciones a la que pertenece. En segundo lugar, que una vez que el sujeto queda inscrito en un grupo con relación al cual todas sus predicciones reciben una valoración adicional, es muy probable que las expectativas que guían

las conductas de los sujetos se ajusten a los convencionalismos del grupo.

Mantenemos a este respecto el principio keynesiano de que en condiciones de incertidumbre el sujeto prefiere equivocarse convencionalmente que tener un éxito gracias a comportamientos no convencionales.

1.4.4 Flujos de dinero y ecuaciones de Kalecki-Levy: capítulo 5

Los flujos de dinero que circulan en una economía en cualquier momento del tiempo se estudiaron en los capítulos 2 y 3 de la tesis con un nivel de detalle menor al que deseamos para una comprensión más completa de la HFF y de la economía monetaria. En el capítulo 4 de la tesis, gracias a que no tenemos que dedicar ningún esfuerzo a definir y concebir las diferentes formas del dinero, podemos analizar con todo detalle los flujos de dinero que existen en la economía.

El estudio de los flujos de dinero lo abordamos en dos niveles diferenciados. En primer lugar, presentamos una tipología adecuada de los flujos de dinero al estudio de la evolución financiera del capitalismo, esto es, debemos pensar los flujos de dinero que existen en la economía desde la perspectiva de su relación con la generación y la validación de las estructuras financieras heredadas del pasado. En un segundo nivel, se estudian las ecuaciones de Kalecki-Levy. Con estas ecuaciones entramos a estudiar con más detalle las características generales e institucionales de los flujos de beneficios de la empresa, que son fundamentales para la validación de la estructura financiera de las empresas.

Como aplicaciones de este planteamiento del análisis económico al nivel de los flujos de dinero se presenta una teoría microeconómica de la inversión keynesiana y una caracterización de

distintos tipos de agentes económicos que van a definir a la población de la economía en cualquier momento del tiempo t , que denominaremos estructura financiera global de la economía. El establecimiento de estos tipos financieros individuales, y la construcción a partir de ellos de una estructura financiera global nos va a permitir definir la evolución financiera de una economía en base a la dinámica de su población. La evolución de dicha estructura financiera va a ser un medio alternativo y más completo de caracterizar la hipótesis de la fragilidad financiera.

1.4.5 Estudio de la realidad institucional española y de la evolución financiera reciente: capítulo 6

Por la obligación que hemos adquirido al aceptar un método de investigación acorde con el institucionalismo implícito en la fragilidad financiera, donde es importante que el economista sea sensible a la realidad que estudia y no sólo a la belleza de las abstracciones lógicas y matemáticas, se aborda en el capítulo 6 de esta tesis una investigación empírica general de la evolución financiera de la economía española durante la experiencia que se conoce del ciclo económico desde el año 1985 hasta 1998.

Nuestro objetivo en esta sección es determinar si de las expansiones financieras que han existido en España en tiempos recientes, y de las cuales se tiene conocimiento tanto histórico como de sus estadísticas financieras más elementales, podemos extraer algún tipo de conclusión respecto a la existencia en ella de determinados procesos de fragilidad financiera. Esto implica estudiar cual ha sido el cambio institucional que han experimentado los mercados monetarios y financieros en nuestro país durante ese periodo.

En este caso, hemos generalizado los resultados alcanzados en los capítulos 1 a 5 de la tesis hasta poder contemplar en nuestro análisis a una economía abierta como es la de España entre 1985 y 1998. La investigación de las estadísticas financieras durante el ciclo se desarrolla en tres niveles. En un primer nivel se estudia si existe una relación procíclica de la financiación externa del capital. Para su determinación nos hemos basado en una ecuación de Kalecki para la economía abierta. En un segundo nivel, nos hemos ocupado de analizar el peso de la financiación indirecta o del dinero en la expansión financiera que se hubiese podido producir. Esto implica estudiar el dinero, el crédito y los mercados monetarios en dicho periodo. En un tercer nivel, nos hemos preocupado por el papel que las finanzas del Estado hubieren podido tener en la expansión financiera que, en principio, cabría atribuir a la dimensión financiera del capital.

FRAGILIDAD FINANCIERA: HIPÓTESIS Y TEORÍA

En este capítulo se exponen los hechos económicos y los elementos teóricos más básicos que definen *la hipótesis de la fragilidad financiera o HFF*. Se ofrece en la sección 2.1 una definición del concepto de fragilidad financiera. La explicación del mismo se articula alrededor de tres ideas: (1) la determinación del *estado* de fragilidad financiera de la realidad dinámica de una economía capitalista, (2) la *hipótesis* acerca de la naturaleza endógena o sistémica del anterior estado, y (3) la construcción de *teorías* que expliquen, según la hipótesis, como la economía pasa de unos estados a otros hasta alcanzar el de fragilidad financiera.

Una vez se ha definido el esqueleto de la *HFF*, se habla con más detenimiento de su raíz institucionalista. En la sección 2.2, al considerar la dimensión financiera del capital como el mecanismo de adquisición de la propiedad sobre el mismo y de control de su expansión, se define la economía de la fragilidad sistémica como *economía institucional*. No puede ser de otro modo. Las abstracciones respecto a las finanzas deben ocupar un lugar

secundario, mientras que sus aspectos institucionales o históricos deben primar en el análisis de la economía real.

La hipótesis de fragilidad financiera y la teoría que se construye a partir de ella ven el crecimiento de la financiación externa como un elemento fundamental del auge económico en el capitalismo. En las dos secciones finales del capítulo, 2.2.3 y 2.2.4, se presenta el estudio teórico de las características generales de un proceso de expansión financiero asociado con un incremento progresivo de la propiedad de capital en dos contextos institucionales bien delimitados, donde el segundo es un desarrollo del primero. Dada la complejidad institucional de las finanzas capitalistas no se ha abordado el estudio directo de las expansiones financieras dentro de un marco capitalista completo. Lo que hemos hecho es definir la economía con el menor número de elementos financieros que permitiesen trabajar con sencillez la dinámica financiera del capitalismo. Y, a partir de la cual, se pudiesen ir desarrollando otras economías institucionalmente más complejas, por tanto, más próximas a las reales.

En el capítulo 2, vamos a tratar de economías abstractas donde no existe la figura del Estado. Dentro de estas economías, que podemos denominar privadas, distinguimos dos subclases. La sección 2.3 presenta una *economía igualitaria perfecta* (EIP), donde sólo habitan familias y empresas. Y la sección siguiente 2.4 introduce en esta economía denominada EIP a los bancos. En este momento de la exposición de nuestra teoría hemos supuesto la estabilidad del conjunto de instituciones financieras que se han definido para cada una de las economías.

En la sección 2.3, se presenta un esquema básico para el desarrollo y explicación de los elementos financieros básicos de cualquier economía. Este esquema se fundamenta en la relación de tres elementos: del dinero con el resto del edificio financiero y de las finanzas a su vez con el capital. Nuestro esquema se puede representar como un triángulo cuyos vértices son dinero, capital y

finanzas. Establecidas las características de estos elementos se define con ellos un tipo de economía. Posteriormente se analiza la posible dinámica financiera, a nivel agregado, de tales economías. En la sección 2.4, se modifican los resultados alcanzados para la economía igualitaria perfecta de la sección 2.3, tras la introducción de las figuras de los bancos.

2.1 *Definición de fragilidad financiera*

2.1.1 Fragilidad e inestabilidad financiera

Fragilidad financiera es un estado en que puede hallarse el sistema financiero de una economía capitalista. Se alcanza al término del desarrollo de una realidad dinámica como la que comprende las finanzas en tales economías: la *fragilidad financiera* es, por consiguiente, endógena o sistémica. En el estado de fragilidad financiera, la economía capitalista es proclive a sufrir *crisis financieras*. *Fragilidad e inestabilidad* son conceptos relacionados en este contexto. La *inestabilidad financiera*, cuya manifestación es una crisis financiera, requiere que la economía haya llegado a su estado de *fragilidad financiera*.

En Minsky, el matiz “capitalista” debemos tratarlo como resumen de un conjunto de rasgos institucionales; sirve, por tanto, para agrupar a una serie de economías diversas dentro de una misma clase¹⁶ Una abstracción sí, pero con límites. Por un lado, porque el propio Minsky concibe tipos de economías capitalistas, y añade nuevos atributos que acerquen más el objeto del teórico a la realidad; por ejemplo, se refiere a estas economías, además, como urbanas, avanzadas, etc. Por otro lado, porque no se comprende la utilización

¹⁶ Minsky (1969b): p. 225

del concepto sin una observación y una reflexión de la realidad que se analiza.

Un estado de fragilidad financiera se define, en primer término, por el conjunto de efectos que provoca, y, en segundo término, por las causas que explican su aparición, es decir, los estados que le precedieron. Los principales momentos de *inestabilidad* que experimentan esporádicamente las economías capitalistas, a saber, las *crisis financieras*, y los fenómenos asociados a estas crisis que conocemos como *deflación* o *inflación*, son, en la definición de fragilidad financiera, síntomas de que hay una estructura financiera frágil en la economía que los sufre. Los momentos de inestabilidad, *crisis financiera* → *deflación/inflación*, se conciben, pues, como posibles efectos de un estado de fragilidad financiera, y definen, a su vez, a dicho estado. Hay una lógica teórica que ordena estos tres tipos de inestabilidad de acuerdo a su relación más o menos inmediata con la fragilidad financiera. Así como una crisis financiera es un efecto directo del estado de la estructura financiera de la economía, la inflación y la deflación son efectos secundarios de la misma, ya que dependen de que la crisis financiera sea abortada, en el caso de la inflación, o de que efectivamente se produzca, caso de la deflación.

El concepto de fragilidad financiera, por consiguiente, nos ofrece una explicación general, o teoría, de los fenómenos de inestabilidad más importantes que ocurren en nuestras economías: la inestabilidad financiera, suceso histórico, se produce porque hay fragilidad financiera, circunstancia universal. Por ejemplo, el “crack” que sucede en el año de 1929 es un episodio norteamericano singular que, sin embargo, tiene una explicación general: había una estructura frágil que podía romperse fácilmente. Esta situación de fragilidad desaparece, pero vuelve a aparecer décadas después. Suceden, en Norteamérica, nuevas e inesperadas crisis financieras a finales de la década de la 60. Pero también existen abundantes ejemplos de

inestabilidad sistémica en economías capitalistas distintas a la de Estados Unidos. El sudeste asiático aún cura las funestas consecuencias de crisis financieras muy recientes, más singulares, si cabe, que nunca, porque han sucedido en la periferia de las economías capitalistas. Sin embargo, una vez más, nos encontramos ante la circunstancia universal de que se rompió porque era frágil.

2.1.2 Hipótesis de la fragilidad financiera

Existe un número elevado y creciente de economistas, no necesariamente vinculados con el pensamiento y método de J.M. Keynes, que creen que existen argumentos válidos y evidencia empírica suficiente para mantener *la hipótesis* de que la fragilidad financiera no es un estado que la naturaleza distribuye al azar en el tiempo y en el espacio entre las distintas economías que de este tipo ayer, hoy y mañana han sido, son y serán capitalistas, sino que es un estadio más que el devenir propio de estas economías les depara y, en consecuencia, es absolutamente natural en ellas.

Como sabemos, la formulación más acabada y completa de esta hipótesis acerca de la existencia de una tendencia creciente de la fragilidad de la estructura financiera de las economías capitalistas en el curso de su desarrollo se la debemos a Hyman P. Minsky. La *hipótesis* de Minsky sostiene, por tanto, que el estado de fragilidad financiera es alcanzado por un sistema financiero capitalista en su movimiento propio. Lo alcanza porque, como diría Zubiri, el sistema financiero del capitalismo, esa realidad dinámica, lo da de sí. En conclusión, la *endogeneidad del estado* de fragilidad financiera es la hipótesis minskiana que nos ocupa.

Desde el punto de vista de la Ciencia, que definimos como una actividad que contribuye al saber no dogmático, cualquier verdad no deja de ser provisional. Las proposiciones científicas, decía Popper,

son conjeturas, que no sólo están sujetas a la refutación, sino que deben disponerse por construcción propia a ser refutadas. Si, por el contrario, la proposición está blindada a la refutación, como suele suceder en una extensión considerable del cuerpo de la Teoría Económica, entonces, de acuerdo a Popper, no son proposiciones que se puedan calificar de Ciencia. El método o espíritu científico debe incluir, por tanto, entre sus reglas del juego o principios: (1) el deber de mantener viva la búsqueda y examen de la evidencia empírica, que es siempre nueva y distinta, en continua renovación, al igual que el agua del río de Heráclito; y (2) desarrollar e innovar con espíritu firme, de acuerdo a las capacidades y circunstancias de cada cual, las teorías heredadas. A este respecto, la hipótesis de Minsky no puede ser, y no es, otra cosa que una proposición científica, una conjetura. *La fragilidad financiera* que supone una evolución del capitalismo es sólo una hipótesis: debe presentarse continuamente ante el tribunal de la experiencia. Es una proposición que, desde luego, no está blindada frente a esta exigencia de la Ciencia. Su construcción, por el contrario, incita al investigador a un contacto urgente con la realidad. Lo que no siempre es una tarea agradable. Pero es un deber.

Sin embargo, debemos destacar que nuestra hipótesis no ha sido hasta el momento refutada, todo lo contrario, se acumula la evidencia empírica a su favor. Y aunque la evidencia empírica favorable no es prueba de veracidad, creemos, no obstante, que contribuye a aumentar nuestra creencia en su valor para el conocimiento de la realidad económica. En este sentido, creo que la fragilidad financiera es más que una simple hipótesis, es decir, una conjetura novedosa de un economista dubitativo. Podía serlo para Fisher en 1933 y para Minsky en 1964. Y con dudas e inseguridades formularon ambos autores su concepción dinámica del capitalismo. Pero después de que algunas economías capitalistas, la norteamericana entre ellas, por ejemplo, han visto ya como esta predicción acerca de su futuro finalmente se les cumplía, nos

acercaremos a esta hipótesis con una confianza acerca de su valor científico mayor que la que estos autores, por ejemplo, les confiaron en su tiempo.

2.1.3 Teoría de la fragilidad sistémica

En cuanto predicción del futuro de una economía capitalista cuya situación financiera en el momento en que se produce esta profecía es la antítesis de la fragilidad financiera, la hipótesis lleva en su seno un modelo de la dinámica de esa economía real, en el cual se concibe el proceso de transformación de sus estados desde la no fragilidad a la fragilidad financiera. Bajo esta lectura de la *hipótesis de fragilidad financiera*, podemos afirmar que le subyace una teoría acerca de la dinámica de nuestras economías reales; una teoría económica cuya misión principal es explicar y sentar la racionalidad de la ley interna (sistémica) por la cual un sistema estable (el sector financiero de una economía capitalista) se transforma en un sistema inestable. La *inestabilidad* para el sistema económico implica un no retorno a su posición de equilibrio si sale del equilibrio, un concepto que se debe a Irving Fisher, en 1933. De acuerdo con Minsky (1977), toda teoría que se inscriba en esta línea de investigación es una *teoría de la fragilidad sistémica*.

La teoría de la fragilidad sistémica se construye sobre una concepción de la economía, que denominaremos "*la visión*", que es *general y dinámica*. Es general porque contempla el cuerpo económico en su conjunto. Y es dinámica porque lo observa en su evolución. Esto no quiere decir que cada uno de los componentes del sistema económico, familias, empresas o bancos, no se contemplen y se estudien en su singularidad, que sí se hace. Pero siempre atendiendo al conjunto en el que se inscriben. El comportamiento de los individuos no puede tratarse al margen de la población a la que

pertenece. Hay interacción en los dos sentidos, del miembro a la población y de la población a cada miembro. En lo pequeño, por tanto, la “visión general” está próxima a la teoría de los juegos, pero lejos de la teoría microeconómica tradicional atomística y parcial.

La adopción de la realidad dinámica como el sujeto a conocer convierte, en buena medida, a la teoría de la fragilidad sistémica en una entidad intratable desde el punto de vista matemático y econométrico. Si bien, cada vez menos. A este respecto, Hyman Minsky solía decir que su sistema es *dinámico y no lineal*. Sabemos que la no linealidad introduce en el análisis económico dificultades insuperables. Por otro lado, los sistemas dinámicos no lineales han empezado a servir como herramienta habitual del análisis económico en tiempos muy recientes. Duncan Foley (Bérgamo, 1998) llama la atención sobre el dilema que Minsky supone para el método económico contemporáneo, porque éste último concibe a la Teoría Económica, fundamentalmente, como una rama de la Estadística, que no es, precisamente, el método idóneo para tratar la realidad dinámica, porque los cambios implicados en esa realidad pueden ser cualitativos o negativos, es decir, dialécticos; por ende, es también una disyuntiva para los economistas contemporáneos.

Nos referiremos, por último, a la *raíz institucionalista* de la fragilidad sistémica. En 1996, Hyman P Minsky recibió el premio Veblen-Commons, por el que se reconoce la trayectoria de aquellos economistas que destacan en el ámbito de la economía institucional, y que gracias a la obra de toda una vida mantienen viva esta percepción evolutiva de los fenómenos económicos. No obstante, el institucionalismo constituye una escuela de pensamiento económico de honda tradición en la cultura norteamericana, con autores eminentes como Wesley Clair Mitchell, Gurley y Shaw, o Henry C. Simons. En la obra de Minsky, no faltan análisis brillantes del cambio institucional, o cambio evolutivo, de los mercados monetarios y financieros. Algunos autores como Whalen (1996) o

Steve Keen (1998), detectan, por otro lado, en esta dimensión institucional de la fragilidad financiera relaciones del pensamiento minskiano con el de Carlos Marx.

2.2 *Economía institucional y dimensión financiera del capital*

La fragilidad financiera está directamente relacionada con un conjunto de prácticas bien asentadas y de innovaciones financieras que se producen en las economías capitalistas. Dicha actividad financiera es consustancial al capitalismo; esto es, dicho sistema económico se concibe como un sistema financiero. Y de ahí que el capitalismo se defina a partir de un conjunto de instituciones que le son típicas. Tales rasgos institucionales típicos de las economías capitalistas, según Schumpeter, son esencialmente de naturaleza financiera y son conocidos desde el tiempo de los escolásticos:

“Sabemos que los escolásticos tardíos conocían prácticamente todos los rasgos esenciales del capitalismo. En particular, conocían la bolsa y mercado de dinero, los empréstitos y la banca, la letra de cambio y otros instrumentos de crédito. Por lo que se refiere a los fenómenos que hay que interpretar, el billete de banco es el único añadido a ese conjunto en el curso del siglo XV ; entonces pasó a segundo término, por unos dos siglos, la forma más antigua de lo que luego se llamaría “dinero bancario”, el depósito transferible o a la vista; todavía en 1752 Hume hablaba de “este nuevo invento del papel”¹⁷

El capital, como es bien conocido, es principalmente un factor de la producción que a su vez es producido; esto implica, desde el punto de vista del proceso asignativo general: (1) emplea parte de los recursos escasos existentes en su producción, (2) deben desviarse (pueden liberarse) recursos de otros usos por ejemplo, de las industrias de

¹⁷ *History of Economics Analysis* (1954). [Traducción española (1982): p. 367]

consumo para aumentar (disminuir) su producción, (3) como resumen de (1) y (2) la producción del capital se concibe como "ahorro" de recursos o rentas. Este factor de producción, por otro lado, no se agota inmediatamente en el intervalo temporal en que la producción corriente en que es empleado se realiza, sino que su consumo en el proceso de producción que llamamos depreciación es progresivo y que, en consecuencia, existe en la economía, en un momento temporal determinado, como un stock de capital.

No obstante, al menos para algunas expresiones concretas del capital, este carácter básico de "factor de producción", argumento de una función de producción de la misma clase que el trabajo y las materias primas que encontramos en la naturaleza, es discutible. La teoría del capital es probablemente la parte de la teoría económica que más y duras críticas haya cosechado. Hubo una controversia entre los dos Cambridge sobre la medición del capital, está aún vigente la crítica radical que entiende que el capital es sobretodo si no es *pequeño* esencialmente una técnica de control sobre el trabajo y de dominio sobre la naturaleza (agota los recursos naturales, contamina el medio ambiente, extermina cuando no degrada la vida animal, etc.).

Sin embargo, además de esta dimensión productiva, el capital presenta una *dimensión financiera* fundamental que es menos conocida y ha sido tratada marginalmente en Teoría Económica. Nos referimos básicamente al modo en que se alcanza el control y la propiedad sobre el capital, el conjunto de acuerdos e instituciones que promueven y que controlan su expansión.

El estudio de esta dimensión financiera exige combinar las abstracciones y los detalles institucionales del mundo real, frenando en lo posible la tendencia natural a que una de estas cualidades intelectuales domine y elimine a la otra; por ejemplo, aunque sea inevitable que toda abstracción elimine lo específico o lo particular del proceso real que mediante esa abstracción se convierte en un objeto manejable al entendimiento, puede y debe evitarse que una

vez que se gana como objeto del pensamiento suceda que la abstracción sustituya definitivamente a lo que es. Si tal fuese el caso, la abstracción se convierte en una barrera que nos impide el contacto con lo que realmente sucede o lo que hay en el mundo, a veces, es la aparente sencillez del concepto la que facilita la ignorancia de la realidad provocando un cómodo descanso: el que se deriva de no tener que estar de continuo enfrentándose con lo incomprensible y complejo.

Cuando la Teoría Económica trabaja sólo con abstracciones (y la dimensión productiva del capital facilita este tipo de planteamientos abstractos, mientras que sucede todo lo contrario con su dimensión financiera) resulta que la economía que se toma como objeto de análisis es una economía sin instituciones, por tanto, sin realidad alguna. El capitalismo no es una abstracción sino una economía con unas instituciones características, por otro lado, en continua evolución. El capitalismo es una realidad. Por tanto, la teoría de la fragilidad sistémica que tiene como objeto de su reflexión una economía con instituciones o capitalista es en sí una *economía institucional*.

2.3 Dinero y Finanzas en la Economía Igualitaria Perfecta

2.3.1 El dinero privado

El desarrollo que proponemos para las teorías dinámicas del capitalismo que se construyan a partir de la HFF se fundamenta en la naturaleza del dinero de que se doten tales economías. Entendemos que el dinero es una realidad condicionada al conjunto de instituciones que definen a la economía, es decir, que el dinero

está definido institucionalmente, y nunca objetivamente; pero también que, finalmente, el dinero una vez definido constituye un rasgo institucional esencial de cualquier economía. En este sentido, creemos que no existe “el dinero” como tal cosa, sino distintos tipos o ejemplos de dinero, que, por otro lado, no constituyen formas independientes entre sí, sino que aparecen enlazados entre ellos por relaciones de parentesco; algunas formas se pueden generar a partir de otras, las más complejas pueden conservar rasgos de las más primitivas, etc.

En esta sección introducimos una clase de dinero imaginario, y que, no obstante, creemos describe muy bien lo que el dinero debe ser para una economía capitalista. Creemos que es típico del capitalismo intentar aproximar las otras formas de dinero a esta imaginaria. La economía que lo genera la denominamos igualitaria perfecta (EIP). Llamamos a esta forma del dinero *dinero privado*.

El dinero privado permite observar como características propias lo que es común para todas las formas de dinero, pero que, sin embargo, la complejidad tanto de las formas más avanzadas del dinero como del medio en que se usan no permite contemplarlas con nitidez suficiente; y, a veces, en absoluto. Enumeramos estas características elementales y comunes de los dineros:

- (1) El dinero es un *flujo* y es un *stock*; uno y otro concepto deberían diferenciarse con claridad, porque responden a realidades distintas. Su mezcla causa confusión (Pedersen, 1964). Sin embargo, sólo en el dinero privado, las dos formas del dinero están separadas perfectamente. Por ejemplo, en el pensamiento de Minsky el dinero flujo es más importante que el stock de dinero, mientras que en J.M. Keynes el dinero stock ocupa un lugar central de su Teoría General.
- (2) El dinero se *crea* y se *destruye*. Es por ello que decimos que el dinero cierra un círculo. En las formas intermediadas del dinero, que son menos generales que la de dinero privado, los procesos de

creación y de destrucción del dinero están ocultos; por ejemplo, esos procesos han desaparecido de la esfera privada de circulación de las familias y empresas.

(3) El *dinero* es el origen de las *finanzas*; porque el edificio financiero de una economía se construye a partir de la existencia de déficits y superávits totales de caja distribuidos entre los agentes económicos en un *intervalo de tiempo* dado, es decir, en un *presente*. Pero los déficits y superávits de caja significan la prolongación en el tiempo del momento del cierre de la circulación del dinero emitido en ese presente o antes. La interconexión temporal del dinero y las finanzas es manifiesta en el contexto de la economía igualitaria perfecta de dinero privado. Luz que no se da en contextos más complejos, mientras permanezcan ocultos los procesos de creación y destrucción del dinero. Es bien conocida la tesis del profesor Felipe Ruiz sobre el papel pionero de los genoveses (Arrighi, 1999) en el origen del capitalismo europeo; tesis que influyó sobre la escuela de los anales francesa. Un representante de los Anales, Marc Bloch (1955), cuando explica por qué el carácter capitalista de los genoveses alude a un secreto, mediante el cual se desvela la naturaleza monetaria de las finanzas, del modo al que hemos aludido:

“Retarder les paiements ou les remboursements et faire perpétuellement chevaucher ces retards les uns sur les autres –tel fut en somme le grand secret de ce régime capitaliste moderne, dont la définition al plus exacte serait peut-être: “un régime qui mourrait d’un apurement simultanée de tous les comptes”¹⁸

Por dinero privado queremos señalar aquel cuya emisión es libre para cualquier empresa o familia. Y donde los mismos emisores, sin intermediarios, gestionan el mecanismo de pagos; por tanto, no hay bancos. Esto implica que el sistema de liquidación de las deudas monetarias que se recogen en este dinero se realizaría

¹⁸ De la página 77 de *Cahiers Des Annales* (9), 1954. Se traduce en Arrighi (1999): p. 140-141: “ que conocen el secreto del régimen capitalista moderno que consiste en retrasar los pagos o los reembolsos y solapar continuamente estos

mediante alguna institución del tipo de las ferias de comerciantes en la Edad Media, o bien a través de redes de ordenadores, que harían las veces de una cámara de compensación, donde se ejecutaría lo que los anglosajones denominan “clearing”

Como resultado de su definición, que está condicionada al tipo de sociedad que lo crea, el dinero se concibe como flujo; un flujo de dinero que va directamente de la caja de un agente privado a otro sin que sea necesario su paso a través de un banco. En este caso, estará siempre ligado al flujo de la renta de dicha economía. Su velocidad de circulación por unidad de tiempo, en el sentido tradicional del término, es uno. Se trata, por consiguiente, del caso más sencillo que quepa imaginar para los flujos de dinero que puedan circular en una economía cualquiera.

El sistema de pagos funciona del siguiente modo: cuando cualquier familia o empresa compra bienes o factores en los mercados aumenta su posición deudora hacia otros agentes económicos; y sucede lo contrario cuando venden bienes o factores en los mercados. La anotación y los movimientos de las posiciones deudoras y acreedoras de los agentes entre sí, derivadas de sus operaciones en los mercados, se ejecutan a través de las corrientes de dinero que entran y salen de sus cajas. Todo dinero que sale de la caja de un agente económico concreto entra necesariamente en la caja de otro de ellos. La entrada de dinero para un agente significa, en este lenguaje, un aumento de su saldo acreedor sobre algún otro miembro del mercado; y la salida de una corriente de dinero de esa misma caja significaría lo contrario, esto es, un aumento de su saldo deudor con respecto a otros miembros del mercado. Para facilitar la ilustración del proceso de circulación del dinero, supongamos que todo pago en la economía es también una emisión de dinero del agente que compra.

retrasos unos con otros; de un régimen que colapsaría si todas las cuentas se compensasen simultáneamente”

Imaginemos que las familias y empresas de la economía rudimentaria compran y venden libremente en tres mercados, el de bienes de consumo, el de trabajo y el de bienes de capital de nueva producción. A medida que operan en los distintos mercados, los agentes económicos irán acumulando saldos acreedores -corrientes de dinero a su favor procedentes del resto de agentes, y cuya fuente son las ventas de bienes de consumo, de capital o trabajo -y saldos deudores- corrientes de dinero que salen desde el agente hacia el resto de miembros del mercado, y que son debidos a las compras realizadas ya sea de bienes de consumo, de capital o trabajo.

Los agentes acumularán sus saldos monetarios deudores y acreedores durante un determinado intervalo de tiempo -que será suficientemente pequeño, una hora o veinticuatro, o discreto, un año, según lo establezca el propio sistema de pagos, ya sea usando las estaciones naturales, como el final de la cosecha, o las costumbres del lugar, como algún rito religioso-, sin que en dicho periodo ningún agente deba responder de los desequilibrios entre su debe, igual a sus emisiones de dinero, y de su haber, igual a sus recibos de dinero, emitidos por los otros agentes.

Después de transcurrido este intervalo de tiempo, ante y mediante la institución que en esa economía hace las funciones de cámara de compensación, las familias y las empresas deberán responder socialmente de sus deudas monetarias -el dinero emitido- y darán uso a sus haberes monetarios -el dinero recibido-. En concreto, liquidarán sus deudas monetarias con los otros miembros del mercado usando el crédito monetario que hayan conseguido obtener de ellos. Tras este proceso de compensación y liquidación se establecerá el saldo y situación neta final de cada una de las familias y empresas dentro del sistema monetario. Se podrá dar alguna de estas situaciones: (1) *déficit* para aquellos que hayan emitido más dinero del que han sido capaces de obtener de los demás, (2) *equilibrio* para aquellos que hayan conseguido emitir una suma de dinero

exactamente igual a la que han recibido de los demás y (3) *superávit* para aquellos que han emitido dinero en una cuantía inferior a la corriente de dinero que desde el resto de los agentes económicos ha llegado a su caja.

Antes de definir las relaciones aritméticas que unen a estos déficits y superávits que se calculan sobre el total de flujos monetarios de caja para cada agente económico individual, consideremos el sentido económico de tales desequilibrios. El agente que emite dinero reconoce una deuda hacia el receptor. Y el modo natural de cumplir con esta deuda es aceptar el dinero del otro como pago por sus mercancías. Esto es, recibiendo un flujo de dinero a su favor, el emisor de dinero se libera de la deuda implícita en el dinero emitido. Si el agente se encuentra con un déficit de esta clase debemos, en principio, pensar que, socialmente, se le reconoce como alguien que no ha cumplido con sus deudas, tal y como acabamos de definir las. La deuda monetaria no se ha extinguido para una de las partes, la cual es ahora un deudor que queda en suspenso respecto a la otra parte o acreedor.

En la figura 2.3.1-1, se ilustra el caso de dos unidades económicas, representadas por a y b , que emiten dinero privado, circulando el dinero emitido entre las cajas de ambos. Si suponemos que los flujos creados por a y b , A_1 y B_1 respectivamente, son iguales, entonces la diferencia de los flujos totales de caja para los dos sujetos es de equilibrio.

Así como los flujos de dinero emitidos los hemos señalado con línea continua, el cumplimiento con la deuda que los emisores reconocen en su dinero puede interpretarse como el retorno del flujo monetario emitido, lo que en el gráfico aparece como un flujo de dinero señalado con línea discontinua. Esta idea acerca de la naturaleza circular del dinero, esto es, que nace y se destruye será tratada con detalle en el capítulo siguiente, cuando se incorpore al dinero la figura del Estado.

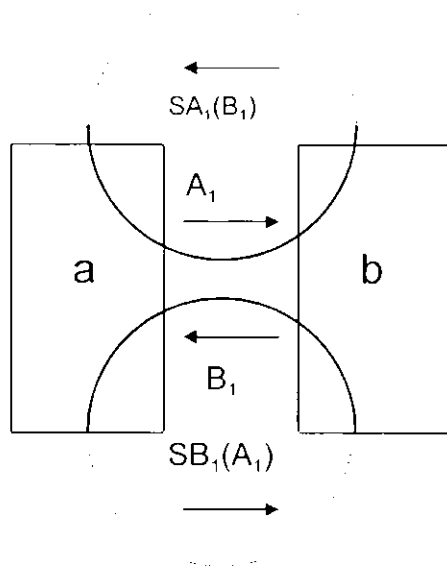


Figura 2.3.1-1: circulación de dinero privado entre dos sujetos

Tengamos en cuenta que los flujos de dinero A_1 y B_1 , que se crean en un momento del tiempo para realizar transacciones en los mercados, se localizan en una esfera de circulación visible. Ellos dos circulan entre las cajas de familias y empresas cuando intercambian sus mercancías, que es el ámbito de la circulación del dinero que, en general, consideran los economistas. Mientras que los flujos de dinero asociados con la cancelación de las deudas monetarias SA_1 y SB_1 , que suponemos se realizan en la cámara de compensación, se localizarían por el contrario en una esfera de circulación invisible. Podemos tratar a los últimos $-SA_1$ y SB_1 como la *sombra* de los primeros A_1 y B_1 .

2.3.2 Diferencias totales en los flujos de caja

Como todo flujo de dinero que entra en la caja de un agente α es, al mismo tiempo, un flujo de salida en la caja de algún otro agente

b, es decir, como todo incremento del saldo acreedor de un agente es un incremento del saldo deudor de algún otro agente, deberá cumplirse, por tautología, *que la suma de los déficits y de los superávits de todas las unidades económicas es igual a cero*. La lectura económica exacta, es decir, causal, que se pueda dar a esta identidad, ¿es el déficit quien generó el superávit? o ¿es el superávit primero y el déficit vino después?, que tanto interés teórico despierta entre las diversas escuelas, no es una cuestión contable, como sí lo es que su suma sea cero, sino que dependerá del conjunto de instituciones que caractericen a una economía.

En la economía rudimentaria, todos los flujos de caja son de ingreso¹⁹. Denominemos a la diferencia de los flujos totales de caja de entrada menos los de salida para un agente *i* como superávit de ingreso total de caja de *i*, representándolo por S_i -siendo positivo en caso de superávit y negativo en caso de déficit, como se definió en 2.3.1- La relación aritmética que hemos indicado para el conjunto de déficits y superávits de la economía, cuando haya *n* miembros, la expresaremos como

$$\sum_1^n S_i = 0$$

Para aumentar el poder explicativo de esta primera relación financiera, vamos a agrupar a los *n* individuos que componen una economía en grupos con rasgos característicos similares o en sectores económicos. En la matriz de contabilidad social que se presenta en el *cuadro 1*, hemos considerado 3 sectores económicos, familias, empresas de bienes consumo y empresas bienes de capital. En esta matriz recogemos, de una manea simplificada, los flujos agregados de dinero de entrada y de salida entre empresas productoras de bienes de consumo, empresas productoras de bienes de inversión y consumidores o familias, los cuales vendrán justificados por la

¹⁹ En el capítulo 5 se establece una tipología de los flujos de dinero en tres categorías: ingreso, balance y cartera.

naturaleza de las operaciones, compras y ventas en los distintos mercados de bienes y de factores, en donde tales agentes económicos operan.

Cuadro 2.3.2-1: matriz de contabilidad social con 3 sectores

	<i>Emisión de dinero</i>	<i>Aceptación de dinero</i>	<i>Saldo neto</i>
Empresas de consumo	$W_c \quad I_c$	C	$Sc = C - W_c - I_c$
Empresas de inversión	$W_i \quad I_i$	$I_c \quad I_i$	$Si = I_c + I_i - W_i - I_i$
Familias	C	$W_c \quad W_i$	$Sf = W - C = W_c + W_i - C$

En la primera columna, recogemos los flujos de salida de caja de los distintos sectores, que en el caso de la economía rudimentaria son también emisiones de dinero. Las salidas de caja de las empresas corresponden a sus pagos de salarios y compras de capital, mientras que las de las familias corresponden a sus gastos en consumo. En la segunda columna recogemos las entradas de caja en los distintos sectores, que en la economía rudimentaria supone además una aceptación del dinero ajeno. Son entradas para las empresas sus ventas de bienes de consumo y de capital, para las familias, los salarios. En la tercera columna hemos recogidos las diferencias totales de los flujos de caja para cada sector.

Se comprueba fácilmente que $Sc + Si + Sf = 0$, desde el momento en que todo elemento de la matriz aparece dos veces en esta suma, una con signo más y la otra con signo menos.

Todos los aspectos que se han señalado respecto a los flujos de dinero, a saber, su *sentido* de entrada o ingreso / salida o pago de la caja del agente, su *naturaleza* o tipo de operación que justificó ese movimiento, siendo corriente si es por compra de factores y de bienes de consumo o de capital, así como sus *fuentes y destinos*, de qué agente proviene y hacia qué agente se dirige, se deben tener en cuenta en el análisis del déficit y del superávit de las distintas unidades económicas. Todos estos aspectos, sentido, naturaleza y origen o aplicación, se pueden determinar en la matriz de la contabilidad social de esta economía rudimentaria para cualquier sector de la economía.

El estudio de los déficits y superávits de los distintos agentes a un nivel tan agregado como el que acabamos de realizar representa a la dimensión financiera global de una economía, incluso a la del capital, lo que la punta del iceberg representa con relación al iceberg mismo. Dos caminos se nos presentan a partir de ahora para descubrir nuevas facetas del iceberg financiero de esta economía rudimentaria. De un modo figurado, uno nos conduce hacia adelante en el tiempo o arriba del iceberg, y nos lleva a preguntarnos por la forma específica en que se institucionalizará la deuda que surgió de los déficits y superávits tras la liquidación de los saldos monetarios, que se han acumulado en el periodo, y que, por el momento, hemos dejado suspensa (retomando así la discusión pendiente de desarrollo sobre la deuda que surge de la deuda monetaria incumplida o el *secreto de los genoveses*). Es decir: ¿qué acordarán los deudores que han quedado en suspenso y sus acreedores? o ¿qué forma considera la sociedad que es la adecuada para liquidar estas deudas que quedan pendiente al finalizar la actividad económica normal en los mercados?. Este aspecto financiero lo trataremos en la sección 2.3.4. El otro nos conduce hacia atrás en el tiempo o abajo en el iceberg, y nos lleva a preguntarnos acerca de qué tipo de gasto puede conducir a un agente económico a asumir un déficit, y cómo este se pudo ejecutar. Esto nos obliga a desagregar los déficits y superávits totales

de los agentes que hemos obtenido en esta sección, lo trataremos en la sección que sigue.

2.3.3 Beneficios, ahorro e inversión

Sabemos que el déficit de un agente es para otro(s) agente(s) un superávit, y a la inversa. Es un hecho contable y financiero elemental. Nos ocuparemos ahora de investigar por qué un agente económico puede incurrir en un déficit total de caja. Es lo que de un modo imaginario hemos concebido como un camino hacia abajo desde la tautología contable de la sección anterior, que llamábamos la punta del iceberg financiero. Como resultado de este análisis, obtendremos nuevas relaciones aritméticas entre los flujos de dinero de entrada y de salida a la caja de cada uno de los agentes económicos, que tendrán como sus argumentos ciertas diferencias parciales en los flujos de caja de los distintos sectores de la economía. Estas relaciones serán principios contables sobre los que construir un modelo preliminar de finanzas capitalista.

Empezaremos por distinguir la naturaleza del agente y sus operaciones en los mercados de un modo más preciso. Esto nos va a permitir descomponer los flujos de caja de los agentes en agregados diferenciados, de tal modo que sea posible calcular diferencias parciales en los flujos monetarios, cuando antes eran totales, con lo cual, aumentará nuestra comprensión de las finanzas en la economía capitalista. Por último, introduciremos algunos supuestos simplificadores del comportamiento de familias y empresas con el objeto de aumentar la potencia explicativa de estas ecuaciones²⁰

²⁰ Estas ecuaciones que trabajan los déficits y superávits a un nivel más desagregado, centrándose especialmente en los determinantes de los beneficios empresariales, fueron establecidas originalmente por Kalecki y Jerome Levy. Véase Kalecki (1937b): p. 78-79, Levy (1983), y los desarrollos posteriores de Hyman P. Minsky (1982a: p. 34-37).

Como señalamos en la sección 2.2, el capital tiene una dimensión financiera. Exponemos algunas razones por las que el capital, las compras que realizan las empresas en los mercados de bienes de capital, puede justificar un déficit de caja, por consiguiente, un superávit para algún otro agente. No olvidemos que es la existencia de déficits y superávits en la economía, la posibilidad de los mismo y, por tanto, la necesaria introducción de mecanismos de coordinación entre los agentes para que tales resultados se produzcan ordenadamente, lo que configura *las finanzas* de una economía. Tales mecanismos de coordinación no tienen que ser exclusivamente de la clase que denominamos “mercado”, aquellos que están basados en el lenguaje de los precios. Examinaremos, pues, alguna de las razones que justifican que el gasto en capital, inversión, pueda financiarse con déficit, lo que en el contexto de la economía rudimentaria equivale a afirmar que se financia mediante la emisión de dinero.

Puesto que el capital, tal como hemos dicho, tiene una vida larga, es un stock en la economía y para la empresa individual, la empresa tiene que concebirlo como un activo real. Esto significa, desde la perspectiva de los costes de producción, que si la empresa intentase sincronizar los gastos de capital a su consumo en la producción, a su depreciación, está claro que no debe dar el mismo tratamiento contable a la compra de trabajo, donde el coste en la producción por el uso del trabajo coincide con su precio de mercado en el momento de su adquisición, que a la compra de capital en la que el coste de reposición o adquisición nada tiene que ver con el coste por el uso del capital en la producción. Desde la perspectiva de la productividad, que aquí se emplea de un modo expositivo, pero consciente de que es un concepto confuso aplicado al capital, tampoco tiene sentido ajustar la compra de una unidad adicional de capital a la productividad del período en que esta se produce, primero, porque es tradicional suponer que el capital entra en uso en el periodo posterior a su compra y, segundo, porque, al ser un

activo, la productividad se distribuye en una sucesión de intervalos temporales durante su periodo de vida que será más o menos largo.

Esta disfunción del precio de compra, reposición o adquisición, de capital adicional (precio de oferta del capital) tanto con su depreciación como con su productividad explica por qué a nivel de capital y para las empresas que lo adquieren tiene sentido excluir su adquisición de un tratamiento más detallado de los flujos de dinero de entrada y de salida a la caja de la empresa que lo adquiere. Definimos este tipo especial de diferencia parcial en la corrientes de entrada y de salida de dinero en la caja de la empresa que compra capital como *beneficio o ingreso del capital*.

El cálculo de un déficit o un superávit parcial de este tipo para las familias, la diferencia entre los flujos de entrada y salida de dinero en su caja que excluyera sus compras de capital real, nos daría el *ahorro* de la familia, esto es, el exceso de su ingreso sobre su consumo en un intervalo de tiempo dado. Para las familias, la compra de esta clase de bienes duraderos se entiende como adquisición de propiedad privada. Capital y propiedad privada son términos intercambiables entre sí en la perspectiva financiera del capital.

Tanto el ahorro como los beneficios nos dan cuenta del equilibrio monetario de la unidad económica cuando no se consideran en su contabilidad aquellas compras para las cuales es lícito el déficit, como diríamos en un lenguaje menos preciso, que se pueden financiar a través de la deuda. Mientras los déficit totales de caja, en principio, no aparecen como problemáticos, en tanto que incluyen partidas para las que es lícita la financiación por déficit, sin embargo, no podemos afirmar lo mismo para déficits parciales de caja, esto es, para valores negativos del ahorro de las familias o de los beneficios de las empresas.

Debemos saber que no se puede deducir directamente el carácter del diferencial total (déficit o superávit monetario) de un

agente del carácter del diferencial parcial (déficit o superávit parcial) de ese mismo agente, es decir, la combinación entre lo que pueda suceder en un nivel y en el otro puede ser cualquiera; sin embargo, la consideración conjunta de ambos tipos de diferencias totales y parciales en los flujos de entrada y de salida de caja del agente da una idea más definida de cual ha sido el comportamiento financiero general del mismo.

Las relaciones entre los beneficios y el ahorro de empresas y familias respectivamente, que serán superávits parciales en caso de que sean (+) y déficits parciales en el caso de que sean (-), se establece a nivel global, para todo el sector en su conjunto. Esta relación se obtiene gracias a la relación necesaria que ahorro y beneficios mantienen con el flujo de dinero no contemplado en su cálculo, la inversión, esto es que todos suman cero. De acuerdo a la contabilidad social de esta economía (ver cuadro 232-1), es inmediato determinar las siguientes relaciones contables entre estos flujos:

(1) la suma del ahorro de las familias y de los beneficios de las empresas es igual a la inversión

$$B_E = B_I + B_C = [I_c + I_f - W_f] + [C - W_C] = I + C - W$$

$$S_f = W - C$$

$$B_E + S_f = I$$

En caso de que el ahorro de las familias sea cero y de que sólo compren capital las empresas que producen bienes de consumo, la anterior ecuación se simplifica y obtenemos estas tres relaciones :

(2a) los beneficios globales de las empresas son iguales a la inversión

$$B_E = I_c$$

(2b) el beneficio de las empresas que producen capital es igual a la inversión de las empresas de consumo menos los salarios pagados por estas empresas a sus trabajadores; y (2c) el beneficio agregado de las

empresas de consumo es igual a los salarios pagados por la industria de los bienes de capital:

$$(2a) B_E = B_I + B_C = [I_c + I_r - W_I] + [C - W_C] = [I_c - W_I] + [W_c + W_r - W_C],$$

$$(2b) B_I = I_r - W_I$$

$$(2c) B_C = [W_c + W_r - W_C] = W_I$$

Es necesario señalar que los agentes que realizan la inversión lo que determinan es el volumen global del superávit disponible para todas las empresas y familias de la economía, no están determinando ni su déficit ni su superávit individual cuando toman su decisión de inversión. El déficit o superávit individual de cada empresa particular que invierte en un periodo t dependerá, por un lado, de su capacidad para ganar una porción del beneficio global en la economía (puede pensarse este beneficio agregado como una cantidad fija para el individuo, mientras que la porción lograda por él será su beneficio particular, que será variable) mayor a la que puedan conseguir sus competidores y, por otro lado, de que su decisión de inversión no resulte estar finalmente muy por encima de lo que ha sido el comportamiento inversor de la media.

Sea cual sea el posible reparto final de los beneficios empresariales, en consecuencia, del déficit final que obtenga cada empresa como diferencia de la inversión realizada y el beneficio obtenido, la realidad es que el déficit ha sido posible y se ha ejecutado gracias a un acuerdo institucional que justamente forma parte del sistema monetario; nos referimos a la financiación de una parte del capital mediante deuda. En nuestra economía ideal, esta ha sido posible gracias a que los agentes tienen la posibilidad de crear dinero²¹ El “velo” del dinero, al que suelen apelar en muchas

²¹ Ignoramos, por el momento, la disminución de los saldos de dinero porque implícitamente hemos supuesto que nuestra economía carece de pasado. El tiempo, la existencia de un pasado que afecta al presente y de un presente con consecuencias en el futuro, es precisamente el asunto fundamental que

ocasiones los economistas para justificar el paso de los valores monetarios a los relativos o reales de las mercancías, o el quite del velo, si algo oculta es la naturaleza real del dinero mismo, pero no unos precios verdaderos escondidos tras el, es decir, lo que se oculta es, en todo caso, el carácter financiero e institucional del dinero mismo. Detrás del dinero hay una forma de adquirir la propiedad privada, que es preciso desvelar. Este proceso de creación de dinero, que por otros y variados caminos, también será el del capitalismo, es lo que conocemos por *dinero endógeno*.

2.3.4 Deuda y finanzas

En esta sección nos ocuparemos de las transformaciones que deben provocar los déficits totales de caja tanto sobre el dinero creado y vivo, que hasta el momento era la única forma de deuda, como en la naturaleza de la propia economía rudimentaria, que de ser una economía que vivía siempre en el presente, sin tiempo, pasa a ser una economía con pasado y futuro, es decir, con tiempo.

El dinero privado es suficiente para explicar el origen y la esencia de las finanzas de cualquier economía, pero no es sino una parte pequeña del edificio financiero final. La lógica del sistema de pagos exige un desarrollo ulterior del mismo o su inclusión dentro de un sistema superior que le confiera consistencia, tanto en cuanto hemos admitido en su seno la existencia de una contradicción, cómo es la posibilidad del no pago para algunos agentes, por ejemplo, para aquellos que inviertan en capital real. Una contradicción que debe resolverse si queremos evitar que el sistema de pagos acabe negándose a sí mismo. Por consiguiente, relacionado con el sistema

abordaremos en nuestro camino hacia adelante en el tiempo, o hacia arriba en el iceberg financiero.

de deudas monetarias debe existir un sistema de deudas de naturaleza diferente, que permitirá a las primeras su incumplimiento. Tal sistema de deudas es el que se suele considerar como sistema financiero estricto de la economía.

Cuando el proceso de circulación del dinero privado no puede concluir en el intervalo de tiempo que la propia deuda monetaria exige, el dinero, en tanto que deuda incumplida, se agota. Es entonces cuando nuevas formas de deuda deben aparecer, como la continuación inevitable de lo que ha llegado a su fin. La necesidad de posponer en el tiempo la destrucción del dinero emitido que no fue posible realizar en el presente es la razón de las mutaciones que debe experimentar el dinero. En nuestro viaje imaginario por el iceberg financiero, iniciamos un camino hacia arriba desde el suceso financiero elemental que denominábamos como su punta: todo déficit es también un superávit o la suma de todos es cero.

Los mercados han cerrado. La cámara de compensación de nuestra economía ha liquidado los saldos monetarios a favor y en contra, expresión final del movimiento de los flujos de caja, que se hayan producido en un intervalo de tiempo “*presente*” para cada familia y empresa, dando conocimiento público de los déficits y los superávits de cada una de ellas. Investigaremos qué sucederá con los déficits y los superávits de aquí en adelante.

Un agente que en el “*presente*” ha contraído una deuda reconoce, por ese acto, su obligación con respecto a alguien, que decimos es su acreedor. Cuando esta obligación se realiza, el acreedor queda satisfecho y se da por finalizada la relación contractual recogida en la deuda. La deuda ha desaparecido. Definir una deuda concreta, fundar una clase de deuda, no deja de ser una labor genuinamente intelectual. En principio, es posible inventar infinitos tipos de deudas diferentes. Ahora bien, puesto que la relación de deuda se establece, al menos para la *EIP*, entre dos personas, hay aspectos sociales importantes que deberán cuidarse, si se quiere

éticos. Por esto, las deudas deben ajustarse a un ordenamiento jurídico concreto en el mismo instante de su producción, cosa que no sucede con otras “mercancías” para el consumo. Por su naturaleza contractual, la deuda responde, ante todo, a las instituciones de la sociedad en que se producen y que las usa. Es un reflejo, por consiguiente, de la sociedad que las generó.

Hay otro aspecto institucional en la deuda de las empresas a tener en cuenta. La deuda es el instrumento principal que usa la empresa para conseguir el control sobre el capital. Desde el punto de vista jurídico y práctico, la propiedad de una empresa sobre el capital no se cuestiona por el tipo de instrumento que la empresa ha usado para adquirir esa propiedad; tan propietario de su capital es quien lo ha conseguido con deuda como quien lo ha obtenido a partir de sus beneficios. Sin embargo, desde un punto de vista teórico, el economista sí que encuentra diferencias entre las distintas formas en que un agente puede lograr la propiedad del capital. La propiedad real, desde el punto de vista económico, es aquella que bien se ha conseguido sin deuda o bien ha pagado ya todas las deudas que se usaron para adquirirla. Este tipo de propiedad en sentido fuerte es lo que los economistas denominamos *riqueza*.

El conjunto de contratos en que la sociedad concreta sus déficits presentes, “*las deudas*”, definen la naturaleza de su economía. Por ejemplo, en la sección 2.2, el capitalismo se definió como una economía que es, esencialmente, lo que es su sistema financiero. Como las deudas son productos de la capacidad creadora del hombre, en el sentido genuino del término, de ningún modo cabe pensar que sus formas están dadas de una vez y para siempre. Lo único que sí es natural en un bien de esta clase es que experimente cambios continuos, es decir, son objetos sujetos a la capacidad del hombre y de su sociedad de innovar. Sabemos que si algo caracteriza al capitalismo es su predilección por la innovación y su aversión por las tradiciones y el inmovilismo. Una cuestión que en buena medida

viene explicada por esta flexibilidad enorme que caracteriza a los productos e instituciones financieras. Flexibilidad natural de la que carecen el trabajo, como, en general, todo el proceso de producción real.

La aparición de déficits y superávits supone un cambio “revolucionario” en la percepción temporal de cualquier economía. Pensemos, por ejemplo, que nuestra descripción de la economía rudimentaria sea la descripción de un momento presente de la misma, que tal economía se ha originado en ese presente, y, por tanto, que no tuviese ningún pasado. Es evidente que *las finanzas introducen a esta economía en el tiempo*. Una economía donde existe el tiempo y otra donde no existe el tiempo, que vive siempre en el presente, son dos economías radicalmente distintas. Examinemos este proceso de un modo progresivo.

En primer lugar, esta economía, que hemos denominado EIP, tiene que fundar sus instituciones financieras: definir y establecer nuevas *deudas* -que den una solución, como hemos indicado, al incumplimiento de las deudas monetarias- Las familias y empresas, ahora deudores y acreedores, reunidos en la cámara de compensación deberán elaborar los contratos de deuda en que hay que transformar los déficits. Presentamos a continuación un tipo de deuda que podría constituirse en las conversaciones entre deudores y acreedores en la cámara de compensación, esto es, una forma para materializar los déficits de dicha economía o deudas monetarias incumplidas. Esta clase de deuda será la que usaremos en la descripción de la evolución dinámica de este tipo de economía en la sección 2.3.6.

El agente, que es, finalmente, un acreedor, no entrega en la cámara de compensación el dinero de los otros, sino que se retira de la cámara de compensación con dicho dinero. El dinero que sale de esta cámara es ya un stock, y su naturaleza diferente a la que tenía hasta entonces, que era la de flujo. Lo podrá presentar libremente y cuando desee ante la cámara de compensación para saldar déficits que

en cualquier intervalo futuro pueda sucederle. Estos son los derechos que se le reconocen al acreedor. Al deudor se le exige que en el curso de los n periodos siguientes, en la misma cámara de compensación, presente n superávits como mínimo iguales a $1/n$ de su deuda presente. Es decir, que al contrario de un acreedor de hoy, este acreedor del futuro no puede abandonar la cámara libremente con el dinero " que le ha sobrado " en ese presente. Este dinero simplemente se destruye y la deuda computada disminuye cada periodo un enésimo hasta su extinción. Sólo cuando la deuda está completamente amortizada se le reconoce a la empresa su propiedad completa sobre el capital. Entoces ese capital se reconocerá como riqueza para la empresa.

La existencia de estas nuevas deudas implica, en consecuencia, que ahora la economía tendrá que funcionar sobre la base de que tiene un pasado, más bien, que hereda determinadas situaciones u obligaciones del pasado. Así, las empresas deudoras deben generar un volumen de beneficios suficiente, no ya para comprar capital, que es una decisión presente, sino para responder ante la cámara de compensación de decisiones que se tomaron en el pasado. Los pagos que cualquier agente económico está obligado a hacer en cualquier periodo debido a la deuda, que arrastra desde el pasado, se denominarán *pagos contractuales derivados de su deuda*. En la EIP, los pagos contractuales de la deuda coinciden con los pagos de devolución del principal. Es fácil observar que si estos pagos fuesen flujos directos desde la caja de un agente deudor a otro acreedor, que en la EIP no lo son, la naturaleza de este movimiento de dinero no es de la misma clase que los que se producen como consecuencia de las compras y ventas en los mercados de bienes y factores en esa economía. Es decir, los pagos contractuales de la deuda no son de ingreso.

Esta deuda imaginaria es una síntesis de un depósito a la vista con un crédito bancario, si bien el activo y el pasivo de esta deuda, a

diferencia de la forma bancaria a la que aludimos, se presentan ahora completamente integrados. La cámara de compensación es, entonces, el embrión de un banco privado, al cual veremos desarrollarse en la sección 2.4. Muy pocas son las diferencias que hay entre la deuda introducida en el modelo y el dinero bancario de nuestro mundo real: una sería que al no existir Banco Central no hay ninguna autoridad que se atribuya la obligación del control de la cantidad de dinero, y la otra que no hay pago de intereses en esa deuda. Llamaremos a la deuda de nuestra economía *dinero*, no obstante, téngase en cuenta que este dinero como activo es stock que debe distinguirse del dinero que los agentes usan en los mercados que es un flujo: no se puede acumular ni mantener como activo sin el permiso de la cámara de compensación. Sería conveniente usar palabras distintas para dos fenómenos distintos: el dinero flujo y el dinero stock. Sin embargo, es de esta manera como los economistas lo hacemos, una misma palabra para dos realidades distintas; se espera que por el contexto se determine con claridad su sentido. En la EIP, la diferencia, como dijimos, está muy clara.

2.3.5 El concepto de balance

La relación que existe en un momento temporal entre los activos que posee un agente y su financiación es lo que denominaremos "*el balance*". Un concepto de balance que es idéntico al que utiliza la contabilidad financiera, donde se representa esta relación entre activos y su financiación por un conjunto de anotaciones sobre los dos espacios en que la T contable divide al plano, correspondiendo el lado derecho al pasivo y el izquierdo al activo. Pero nosotros haremos mayor hincapié, primero, en su dimensión temporal, esto es, que debe evolucionar en el tiempo, y que refleja un pasado. Y, segundo, en la relación mutua que existe entre un elemento del activo del balance de un individuo i con al

menos otro elemento del pasivo de otro balance j . Todos los balances de la economía, cuyos elementos dan la lista completa de activos reales y financieros de la misma, constituyen, por consiguiente, un sistema, donde todas las partes se relacionan entre sí, y cuyo conocimiento completo nos permitiría definir la estructura financiera global de la economía. Estos dos subrayados en la figura del balance están en consonancia con la “visión” *general y dinámica* de la economía de la que hablamos al comienzo de este capítulo como característica de una teoría de fragilidad sistémica.

En la economía privada, por ejemplo, el balance de una empresa a presentaría la forma siguiente:

a	
PK	L
M	W

En dicha economía, una empresa puede tener los activos capital (K) y dinero (M), donde el primero es real y el segundo es financiero.

El balance da cuenta, por otro lado, de lo que ha sido el pasado financiero de la empresa a . El dinero, por ejemplo, es el resultado de sucesivas acumulaciones de superávits totales de caja por parte de esta empresa. El dinero constituye en su totalidad riqueza para la empresa. El capital puede ser el resultado de dos situaciones diferentes del pasado de la empresa, bien de acumulaciones sucesivas de superávits parciales de caja –que son sus beneficios–, bien de acumulaciones sucesivas de déficits totales de caja; en este último caso, de emisiones pasadas de dinero que aún están en circulación.

Cuando el capital es el resultado de la acumulación de beneficios pasados constituye riqueza para la empresa.

La adquisición de capital, según hemos explicado en la sección anterior, mediante emisión de dinero se transforma en la cámara de compensación en un conjunto de obligaciones futuras de pago para la empresa, que hemos llamado pagos contractuales de la deuda. Esta mecánica de aplazamiento del pago es equivalente a un crédito bancario. En nuestro balance, esta forma de financiación del capital aparece en el pasivo como préstamos vivos, L . Si se diese esta práctica financiera, el balance reflejará, a través de variaciones en esos préstamos recogidos en su pasivo, el capital de la empresa que se ha financiado con dinero y no con beneficios en ese momento del tiempo, luego, nos dará a conocer, en la totalidad de los préstamos aún vivos, el capital que no constituye, como hemos indicado, riqueza para la empresa.

El balance es una herencia del pasado que, sin embargo, los beneficios y déficits de la empresa en cada presente irán modificando, lo que afecta, especialmente, a la situación de riqueza y endeudamiento de la empresa, que se modificará a lo largo del tiempo como resultado de un proceso de sedimentación de los déficits y superávits en el balance que se hereda. La aplicación de los beneficios de la empresa al cumplimiento de los pagos contractuales de la deuda es el medio de incrementar la riqueza de la empresa, y de disminuir los préstamos en su pasivo. En nuestro ejemplo, la deuda debe disminuir en cada periodo $1/n$ de la emisión inicial de dinero que originó la deuda. Esto es,

$$|\Delta L_{t,t}| = PDP_{t,t} = PCD_{t,t} = \frac{1}{n} \sum_{t-H}^{t-1} S_{a,t}$$

Donde, S representa a los déficits totales de caja pasados de la empresa a que aún no han sido amortizados, donde el más antiguo de ellos se produjo H periodos de tiempo en el pasado.

En el balance confluyen pasado y futuro. Las implicaciones intertemporales de las acciones del sujeto que se recogen en su balance introducen en el análisis de las finanzas la *incertidumbre*. Se trata del concepto fundamental que definió Keynes, distinto al restringido de probabilidad estadística; lo desarrollaremos en el capítulo 4. Lo que interesa resaltar ahora es que cuando un agente decidió en el pasado emitir dinero, que se reflejará hoy en el pasivo de su balance como préstamos, debe tener en cuenta en dicho instante del tiempo la situación de sus beneficios futuros; porque llegará el momento en que tales beneficios le permitan o le impidan realizar los pagos contractuales por el dinero emitido. Desde el momento en que un agente tiene que fundamentar una decisión de acuerdo a sus expectativas futuras, el agente está basando su acción en un conocimiento incierto. Esta incertidumbre tiene importantes consecuencias en las finanzas de cualquier economía.

2.3.6 Expansión financiera

La consideración conjunta de los elementos financieros recién examinados, *dinero*, *déficits* y *deudas*, por ejemplo, al localizarlos en un lugar común que los acoja como pueda ser el formado por los *balances* de la EIP, y la proyección sobre la pantalla del futuro de su hipotética evolución, nos debe conducir a la elaboración de juicios sobre la calidad de la posición financiera actual de cualquier agente económico en relación a una sucesión de momentos dentro de un horizonte temporal futuro determinado, por ejemplo, H^f . Calidad que atiende al menor o mayor *grado de fragilidad* que corresponde a los compromisos financieros asumidos por el individuo en cualquier

presente que se considere en relación al horizonte futuro, y a su variabilidad, es decir, a las disminuciones o al incremento de su exposición al incumplimiento de los pagos contractuales de la deuda a medida que el tiempo avanza desde el presente hacia el futuro.

La visión general y dinámica de las finanzas, tanto en su evolución como desde las relaciones que establece entre todos los agentes de la economía, debe corresponderse, de un modo directo, con el estado y evolución de los balances de la economía, porque si bien la fragilidad financiera se genera en la familia y la empresa individual, cobra su significado sólo cuando observamos cual ha sido la conducta de toda la población de familias y empresas. Dicha visión está en relación con un horizonte temporal futuro más o menos extenso porque tenemos que considerar desde el presente lo que vaya a suceder en todos y cada uno de los periodos futuros en que se vaya amortizando progresivamente la deuda. La solvencia de una deuda no está determinada por lo que suceda en un periodo futuro singular, en el cual se puede incumplir con los pagos contractuales que entonces vencen, sino por la esperanza de que más adelante se ingresará lo suficiente para amortizarla.

Según nuestra definición en 2.1, la fragilidad es aquella situación que hace de la inestabilidad financiera un suceso para la economía posible, y muy probable. En el caso de la economía privada, una situación de inestabilidad sería la constatación pública del incumplimiento generalizado de los pagos contractuales de la deuda en un determinado momento del tiempo, lo que desencadenaría una crisis financiera. Dentro de la lógica del dinero privado, tal incumplimiento equivaldría de facto a una quiebra del sistema de pagos mismo. La crisis financiera en la EIP es una crisis monetaria. Los agentes que quiebran no pagan, incumpliendo así la deuda reconocida en el dinero emitido.

En el movimiento de la estructura financiera de la economía deberíamos contemplar el cambio evolutivo que experimentan las

formas del dinero y de la deuda durante el desarrollo de la economía. En contextos más complejos, en los que existiese una autoridad del dinero y tipos de interés, estos cambios evolutivos, relativos al orden institucional de la economía y sus modificaciones en el tiempo, impulsan la expansión financiera. Algunos de ellos se producen, por ejemplo, en los mercados monetarios, pero hemos omitido este tipo de mercados en la economía rudimentaria EIP. En el dinero privado, pueden imaginarse cambios en las reglas básicas de su operativa o en su contenido mismo, pero para mantener la sencillez del marco financiero vamos a dotar a las instituciones de la EIP de estabilidad.

Es fácil imaginar, no obstante, otras reglas financieras y sus consecuencias. Si no se permitiese la financiación del capital mediante la emisión de dinero está claro que nunca se alcanzarían situaciones de fragilidad financiera. El único activo que existe en tal economía es el capital y todo es riqueza para la empresa. Por tanto, la única fuente de financiación de la inversión son los beneficios empresariales. Un balance con estas características es robusto. Y la generalización de este tipo de balances entre la población de empresas constituye un estado de no-fragilidad de su estructura financiera. El caso opuesto, donde se hace uso extensivo del dinero para financiar el capital, puede producir situaciones de fragilidad financiera, pudiéndose dar, incluso, balances donde no sólo todo el capital está financiado mediante préstamos, sino que los pagos contractuales de la deuda mantienen durante determinados periodos un margen estrecho o negativo con los beneficios de la empresa. Un caso que, como veremos en el capítulo 5, corresponde a una práctica financiera especulativa. Un balance así es frágil. Si estructuras financieras de este tipo se extienden en el conjunto de la población de capitalistas, entonces podemos afirmar que la economía se encuentra en una situación de fragilidad financiera.

Expuestos los aspectos fundamentales que debería incluir una teoría de la expansión financiera capitalista, intentaremos elaborar

una respuesta a la cuestión que se plantea en la hipótesis de fragilidad financiera de Minsky en el marco básico de la EIP: ¿existe alguna lógica por la cual en las economías capitalistas se experimenta una extensión de los balances frágiles entre la población de empresas o familias?. La respuesta debe contemplar, por un lado, los elementos financieros característicos a dicha economía, y, por otro lado, debe comprender como sujeto de la pregunta a la dinámica de esa economía. Una forma de entender la economía como dinámica es concebirla como sucesión de estados en el tiempo en los cuales localizamos un crecimiento continuado de los activos reales, es decir, como una entidad en crecimiento.

2.3.6.1 Dinámica financiera de la EIP

Supongamos que el crecimiento del stock de capital se da en una economía cuyos elementos financieros básicos son los que hemos recogido bajo el término EIP. Se trataría de una economía de finanzas simples, donde, además, las instituciones financieras son estables. El dinero es la única fuente de financiación externa de la empresa. Como resultado, la dinámica financiera carece de rasgos fundamentales en las economías más complejas, tales como la venta masiva de activos para hacer frente a los pagos contractuales de la deuda alcanzada la situación de fragilidad financiera. Si el único activo es el dinero, difícilmente se van a vender activos distintos al dinero por dinero. No obstante, la dinámica de esta economía igualitaria perfecta pone de manifiesto relaciones entre las variables financieras y reales de la economía que servirá de punto de referencia para las economías más complejas.

Definiremos a continuación las relaciones entre las variables económicas y financieras que vamos a emplear para la explicación de una evolución hipotética de una economía de dinero privado.

Señalemos, en primer lugar, las restricciones e implicaciones que la adquisición de activos reales tiene en las finanzas de la empresa en sus diferentes niveles.

En nuestro modelo de economía existe una relación causal entre la inversión y los beneficios. Se vio en las secciones 2.3.2 y 2.3.3. Si aceptamos como rasgo institucional de la economía privada que las familias no ahorran ni se endeudan, entonces toda la inversión del periodo se convertirá en beneficios para el conjunto de empresas. Escribimos esta relación en la ecuación (1):

$$(1) \quad I=B$$

Mientras que el conjunto de empresas que adquiere capital sea capaz de determinar un nivel de inversión tal que la inversión de cada una de ellas iguale a sus beneficios respectivos, esto es, a su capacidad de ganar una porción de beneficios del total dispuesto en la economía por la inversión agregada, las empresas no necesitarán endeudarse. Pero una situación como la que acabamos de describir, correspondiente al caso en el que las empresas se financian internamente, exige una determinada distribución del ingreso entre las empresas que las economías de mercado no podrían garantizar de ningún modo, por no hablar de que dicha restricción afecta al volumen y tipo de capital que las empresas pueden tener. Señalemos, no obstante, que si cada empresa acaba invirtiendo lo que ahorra, sucede que no hay ni déficits ni superávits para ninguna de ellas. Los balances de las empresas serían robustos, con un solo activo, el capital, y sin deuda alguna en su pasivo. Es decir, hemos encontrado la condición suficiente para que no exista fragilidad financiera.

Pero admitamos la posibilidad de financiar internamente la totalidad de la inversión, aunque sólo sea teóricamente. Una economía de balances robustos, que no usa deudas y, por consiguiente, sin finanzas, desde un punto de vista dinámico, es

insostenible. La ruptura de una situación de equilibrio de partida como la que acabamos de indicar se producirá, de acuerdo a la lógica del mercado, tan pronto como algunas empresas encuentren ventajas en invertir por encima de sus beneficios y puedan encontrar una contrapartida a esta acción en el deseo de otras empresas en disponer de dinero como activo en sus balances, lo que podría suceder si aparecen formas de capital más costosas y complejas, o si surge un proceso de diferenciación entre las empresas, ya sea por la aparición de desigualdades en la eficiencia productiva, en la información disponible, etc.. Si la economía no tiene pasado, la necesidad de financiación externa para la empresa viene recogida por la ecuación (2):

$$(2) \quad FE^d(0) = \alpha B = \Delta_B M$$

La existencia de beneficios potenciales a la financiación externa de la inversión, cuando no existan los instrumentos financieros adecuados para materializarlo, desata en los mercados energías suficientes para su producción. Dada una situación en la que no existen finanzas, por consiguiente, éstas aparecerán como un resultado de la lógica del mercado. Además, mientras el proceso tenga éxito esperamos que el desarrollo de las técnicas financieras sea cada vez mayor. En una economía de dinero privado, mientras no se introduzcan nuevas formas de deuda, la financiación externa de la inversión sólo se puede instrumentar en la forma de dinero. Si la economía no tiene pasado, entonces, la instrumentación de la financiación externa de la inversión a través del dinero se representaría mediante la ecuación (3):

$$(3) \quad FE^s(0) = \Delta_B M(0) = \Delta L(0)$$

Desde el punto de vista de los deudores, según vimos en 2.3.4, esta variación de dinero es equivalente a un aumento del crédito, por tanto, $\Delta_B M = \Delta L$, para todo momento del tiempo.

Una vez que la economía tiene finanzas entra en ella el tiempo. La variable que expresa la intertemporalidad de la economía son los *pagos contractuales de la deuda*. Mientras exista stock de dinero en la economía habrá pagos contractuales de la deuda. Estos siempre serán, en EIP, iguales a la destrucción del stock de dinero en el periodo en que se realizan; porque no hay intereses sobre la deuda, sólo hay devoluciones del principal. Estos, además, serán igual a la financiación externa de la inversión por uso de los saldos monetarios acumulados en el pasado. En la ecuación (+) recogemos esta relación:

$$(4) \quad \text{PCD}(t) \equiv \text{PDP}_B(t) = | \Delta_I M(t) |$$

Es decir, aunque el instrumento de financiación externa es siempre el mismo, sin embargo, se articula de dos modos distintos. Uno aumentando el stock existente de dinero. Estas variaciones son siempre positivas, las señalamos por ΔL . El otro haciendo uso de los saldos monetarios previamente acumulados, estas variaciones son siempre negativas, las señalamos por un subíndice I aplicado al delta y tomando valores absolutos de dicha variación, por tanto, $| \Delta_I M(t) |$. Según sea el valor de estas dos variaciones se conseguirá un aumento o una disminución del stock total de dinero del periodo siguiente.

$$(5) \quad M(t+1) = M(t) + [\Delta L(t) - | \Delta_I M(t) |]$$

Si suponemos que las empresas pueden devolver el principal de su deuda bien de los beneficios o bien del dinero acumulado en periodos anteriores, podemos definir una relación entre la financiación externa que se necesita en relación a los beneficios del periodo FE^d , por un lado, y una distribución de la financiación externa entre crédito y disminución del stock de dinero FE^s , por otro lado. Estas dos relaciones y sus desarrollos resumen las variables básicas de un modelo de expansión financiero básico para la EIP

Dichas relaciones para la financiación externa se recogen en las ecuaciones (6) a (11).

$$(6) \quad FE^d(t) = \Delta_B M(t) + PDP_B(t)$$

$$(7) \quad FE^s(t) = \Delta L(t) + |\Delta_I M(t)|$$

$$(8) \quad FE^d(t) = FE^s(t)$$

$$(9) \quad (\Delta_B M(t) - \Delta L(t)) + (PDP_B(t) - |\Delta_I M(t)|) = 0$$

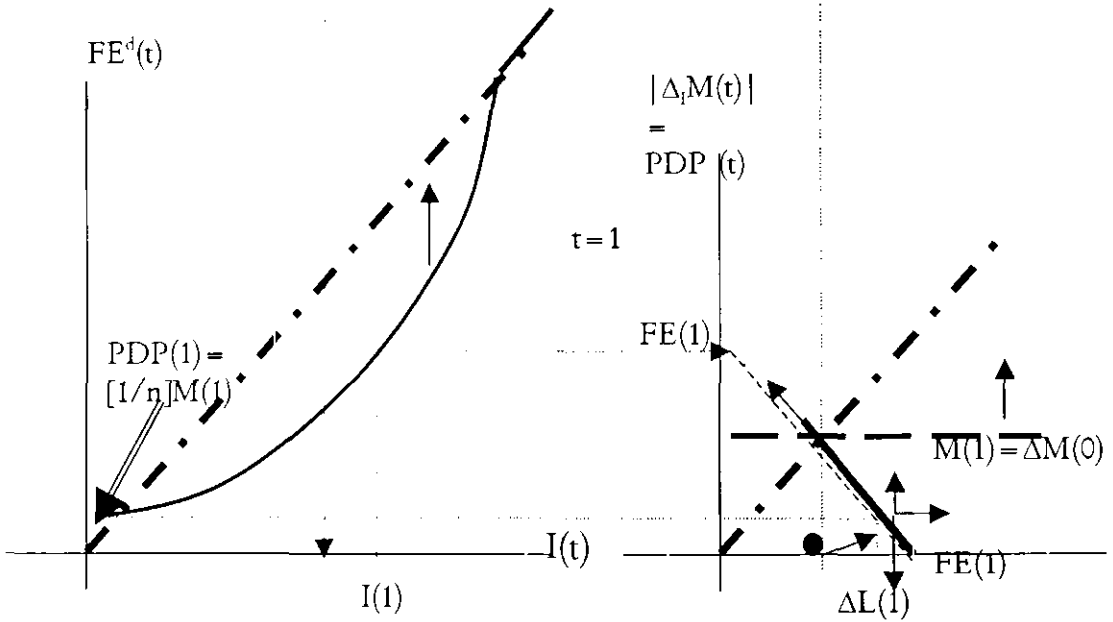
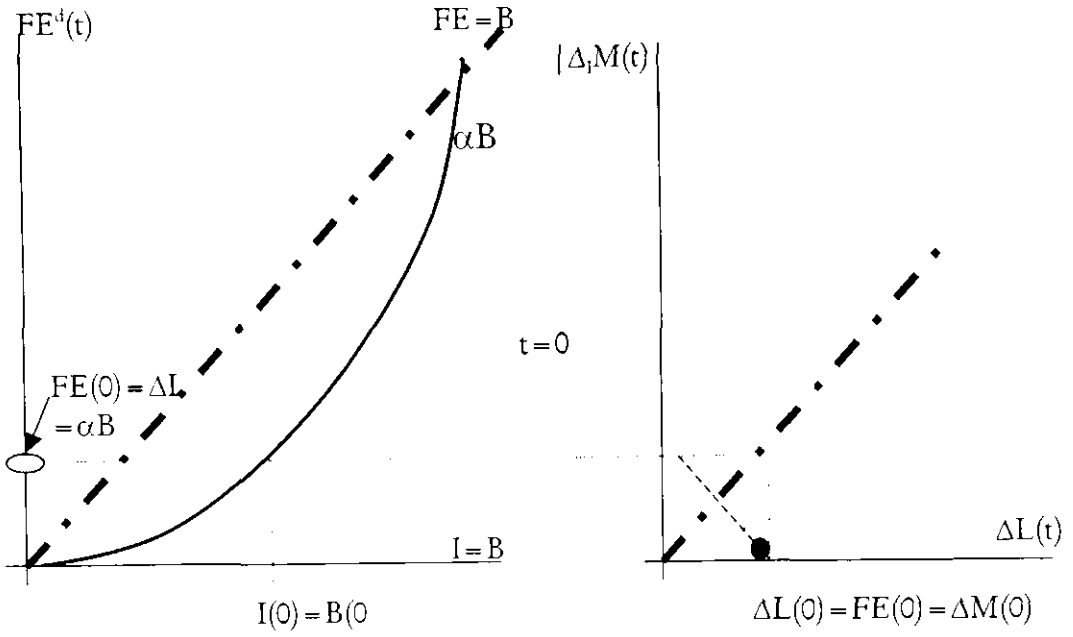
$$(9a) \quad \Delta_B M = \Delta L$$

$$(9b) \quad PDP_B = |\Delta_I M|$$

$$(10) \quad PDP = PDP_B + (PDP - PDP_B) = |\Delta_I M|$$

$$(11) \quad \Delta M = \Delta L - |\Delta_I M(t)|$$

En la gráfica 2.3.6.-1, puede verse la relación que existe entre el volumen de financiación externa que corresponde a distintos niveles de beneficios e inversión, se trata como FE^d y está situado a la izquierda, con el crédito y la disminución de saldos monetarios heredados del pasado, que trataremos como fuentes de financiación externa FE^s , están en el lado derecho del gráfico. Se observa que lo que sean las posibilidades financieras para la empresa en cada momento del tiempo, en el ejemplo de la gráfica, para el momento inicial ($t=0$) y el siguiente ($t=1$), dependen de lo que haya sucedido en esa economía con anterioridad.



Gráficas 2.3.6-1: Ilustración de la evolución de la financiación externa en la EIP en dos momentos iniciales del tiempo.

Por ejemplo, los pagos contractuales de la deuda y la destrucción del dinero como medio para financiar la inversión corriente sólo aparecen a partir del periodo 1; en tanto que la destrucción de dinero para la financiación de la inversión corriente, $|\Delta_I M(t)|$, depende de la devolución del principal con cargo a los beneficios del periodo, $PDP_B(t)$, la cual está en función del dinero emitido en el pasado, resultará que lo que suceda con la variable $|\Delta_I M(t)|$ estará en función de lo que haya sido la evolución del stock de dinero en la economía desde el momento inicial de la expansión hasta entonces. Esto determina, por consiguiente, una relación dinámica precisa de unas variables financieras con otras.

Toda demanda de activos financieros sólo puede concretarse en dinero. Como no hay mercados monetarios, cualquier agente que desee aumentar sus saldos monetarios va a depender de cuales sean los beneficios del periodo y su capacidad de procurarse una porción del mismo. Por eso, los aumentos en la demanda de dinero los señalamos por $\Delta_B M$. Tengamos en cuenta que si los agentes que acumulan saldos monetarios a partir de los beneficios corrientes impiden que aquellos cuya deuda vence en el periodo puedan hacerlo con cargo a los beneficios, cuando sus saldos monetarios acumulados son insuficientes, pueden provocar que los deudores no puedan responder del dinero vencido entonces, mientras que contribuyen a que la deuda aumente, dado que permiten el crecimiento del crédito. Luego, la posibilidad del impago de la deuda existe (en este caso, la no devolución del principal), al mismo tiempo que crece el volumen de deuda vivo en la economía, en cuyo caso, el crecimiento de la exposición a la fragilidad financiera de los deudores es exponencial.

Los gráficos del lado derecho definen el espacio de fases del crédito y la destrucción de dinero de la dinámica de la EIP. Definen, por consiguiente, cual sea la evolución de la cantidad de dinero de la economía. Cualquier punto por debajo de la recta de 45° implica que la economía se expande mediante el aumento del stock de dinero,

$\Delta L > | \Delta M(t) |$ Todo punto en la diagonal supone que la inversión del periodo no afecta al stock de dinero que la economía hereda del pasado, $\Delta L = | \Delta M(t) |$ Y, por último, si la economía se sitúa por encima de la recta de 45° , entonces se estaría destruyendo el stock de dinero, $\Delta L < | \Delta M(t) |$.

La evolución de la economía en sus fases iniciales, que tiene su origen en algún punto del eje de las x, por tanto, por debajo de la recta de 45° se sostiene en un uso creciente del crédito como forma de financiación externa de la inversión. Esta posibilidad de financiar la inversión con dinero ofrece ventajas a las empresas respecto a una situación en la que se les negase el déficit total de sus cajas. Supongamos, por ejemplo, que se les permitiese acceder a determinadas clases de capital más costosas y complejas que sus beneficios corrientes no les permitirían conseguir. Este movimiento de la economía por la zona de expansión monetaria del espacio de fases, hacia la derecha y hacia arriba, corresponde a un proceso de expansión financiera de la misma.

En el momento en que la economía abre un proceso de expansión financiera, el mayor volumen de inversión que permite el crédito alimentará un crecimiento de los beneficios de las empresas. Mientras este proceso dure, el incremento de los beneficios facilitará el cumplimiento de los pagos contractuales de la deuda heredados de decisiones pasadas; y, por consiguiente, las expectativas que fundamentaron tales decisiones se confirman. Este tipo de encadenamiento entre varias variables económicas, donde todas refuerzan positivamente una tendencia, porque la expectativa que mantiene la primera de ellas determina en la última el cumplimiento de tal expectativa, es lo que denominamos *una autoprofecía cumplida*.

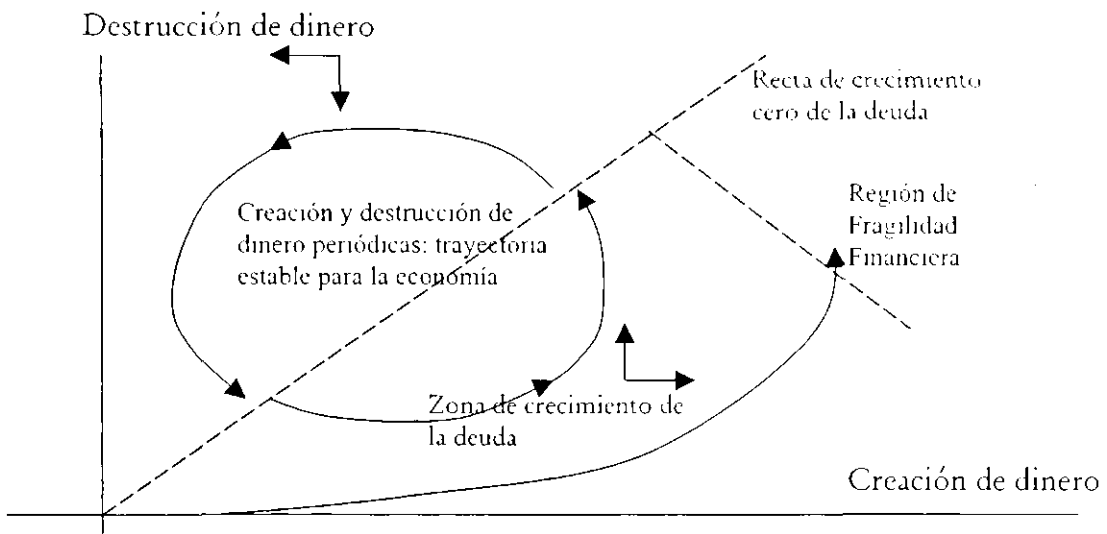
La financiación externa de la inversión incluye la apuesta del deudor de que pagará en una fecha futura determinada. El desconocimiento de lo que sucederá en el futuro, la incertidumbre, debería constituir un freno al uso del dinero como forma de

financiación de la inversión. Sin embargo, el cumplimiento de las previsiones del futuro genera un clima de confianza tanto sobre las decisiones de inversión como sobre la idoneidad del uso del dinero como mecanismo de financiación del capital. Esta situación define un estado de expectativas eufóricas. El mismo tendrá un efecto inmediato sobre la percepción que los agentes tengan sobre el futuro, se percibe con seguridad, es decir, con niveles bajos de incertidumbre. En las economías capitalistas reales ha sucedido que cuando comienza su expansión los agentes económicos olvidan la naturaleza cíclica de la misma. Es por ello que consideramos que estas tendencias al crecimiento eufórico son habituales en las economías de este tipo.

Tratemos de los aspectos negativos que un proceso de expansión financiera puede producir en la EIP. Podemos concebir una situación en la que durante el auge económico se produce simultáneamente una expansión continuada de la cantidad de dinero. Esto será el equivalente en otros tipos de economía de la extensión en el uso de la deuda como forma de financiación del capital durante el auge. Este será un problema que en otros contextos más complejos se nos presentará como una situación realista. En el nivel agregado, no hay nada que en esta economía nos induzca a pensar que en esta economía se está produciendo un crecimiento de la fragilidad financiera. Si crecen los compromisos de pago futuro también crece el dinero. Esto quiere decir que la fuente extraordinaria, distinta de los beneficios, para el pago de esos compromisos también crece. Sin embargo, una situación así presupone una determinada distribución en el tiempo de las inversiones que realizan las empresas. Por ejemplo, una coordinación entre los que amortizan la deuda con cargo a sus beneficios corrientes y aquellos que financian la inversión con la disminución de sus saldos monetarios. Una armonía que, como hemos señalado, puede no darse.

Si en un determinado momento, el creciente peso de los pagos contractuales de la deuda frenasen el impulso inversor de los momentos iniciales se invertiría la tendencia inicial de los beneficios. La inversión de la tendencia se produce tan pronto como los agentes estén más preocupados por la posesión de dinero que por la compra de nuevo capital. Una disminución de los niveles de beneficios aumenta, por otro lado, la necesidad de dinero de los agentes que tienen pagos contractuales que realizar, en tanto que su fuente normal de pago, los beneficios es ahora insuficiente. Aquellos que no tienen saldos de dinero acumulado incumplirán con la amortización de la deuda. Si existiesen en esta economía penalizaciones, p.e, disminuyendo el valor de n para las empresas que incumplen sus compromiso, el efecto de este tipo de penalizaciones es agravar la situación que se intentaba corregir.

Esto implica que en la dinámica de la EIP lo que podría ser un movimiento continuo, siguiendo un círculo, desde la zona de expansión monetaria a la de contracción monetaria (dado que en la primera la economía se mueve hacia la derecha y hacia arriba, mientras que en la segunda se mueve hacia la izquierda y hacia abajo) podría sufrir una detención repentina de su desarrollo en algún punto de dicha evolución. Cuando esta interrupción se produce podemos decir que se ha producido una crisis financiera, en la EIP, una crisis monetaria. Es decir, que la economía no asegura ya la continuidad del proceso de destrucción del dinero emitido, y, por consiguiente, se produce el colapso del sistema de dinero privado. En la gráfica 2.3.6-2, se ilustra el caso de una posible tendencia de la EIP a alcanzar un estado de fragilidad financiera, en el que se produciría un colapso del sistema monetario con mucha probabilidad, y se contraponen a un posible ciclo estable de crecimientos y destrucciones periódicas de la cantidad de dinero, que aseguraría de algún modo la estabilidad del sistema.



Gráfica 2.3.6-2: *Espacio de fases para la evolución de la financiación externa*

2.3.6.2 Instituciones y estabilidad financiera

La expansión financiera es un proceso intrínsecamente *inestable*. Así lo establece la *HFF*. El modelo dinámico de la EIP, recién examinado, comprende la lógica de una economía que evoluciona hasta alcanzar la región de fragilidad financiera, de volúmenes de deuda y de pagos contractuales elevados, en la cual puede colapsar el sistema monetario. Luego, en nuestra opinión, vemos justificado descartar la hipótesis contraria por la cual la economía capitalista endógenamente, por sí misma, siga una evolución estable donde los crecimientos y destrucciones sucesivas de sus activos financieros se suceden ordenadamente; estos activos, en la EIP, están representados por el dinero stock.

No obstante, creemos que las economías introducirán elementos restrictivos y de control para contrapesar estas tendencias de los mercados financieros a producir resultados incoherentes. Esto es, que las sociedades entienden que la estabilidad es un bien deseado, y que, en muchas ocasiones, es una alternativa posible; si bien el

mantenimiento de la estabilidad lograda es temporal. Pero no creemos que sean los propios mercados los que generen esos mecanismo de autocontrol. Y su corolario, menos aún que sea el mercado financiero el mecanismo que generara en sí mismo la coordinación. Mas bien, al contrario, cabe esperar que si algo han de producir será, probablemente, los cambios institucionales necesarios para contrarrestar la efectividad de los mecanismo no capitalistas que generan la estabilidad del sistema. Como en el budismo Zen, la reforma institucional del capitalismo es un ejercicio que siempre debe abordarse, una y otra vez, nunca abandonarse, porque no existe para ello un final a nuestro alcance, como no lo existe para muchas otras facetas cotidianas de nuestra vida. Empezando por la limpieza de la propia casa en que vivimos.

Los instrumentos para estabilizar una expansión financiera se conciben, por consiguiente, como elementos no capitalistas de la economía. Por ejemplo, en una economía más avanzada el Banco Central en su función de prestamista de último recurso juega un papel estabilizador de la economía de mercado. Y, sin embargo, en tanto que intenta controlar la inflación del sistema, funcionará como un elemento perturbador del sistema. Precisamente, cuando actúa con un lenguaje de precios, los tipos de interés, y sigue, por consiguiente, una lógica de mercado.

En la economía rudimentaria no hay tipo de interés, no cabe, por consiguiente, simular lo que será la política monetaria del Banco Central. Sin embargo, podemos introducir acuerdos institucionales del mismo tipo de las acciones de un Banco Central. Un elemento institucional no capitalista de nuestra economía podría ser el establecimiento de una prohibición del recurso al endeudamiento para determinadas empresas de acuerdo a la calidad de su balance. Como hemos señalado previamente, se podría ampliar con la obligación de que amorticen su deuda a una velocidad mayor que las demás, esto es, disminuir el valor de n . Es decir, sustituir las deudas a

largo plazo por las de corto plazo. Sin embargo, estos son rasgos aproximados de lo que sucede en la economía capitalista real que son desestabilizadores desde el punto de vista financiero. Esta tensión entre el uso extensivo de las finanzas en el capitalismo y los frenos que se le oponen va a determinar una dinámica particular de las instituciones financieras de la economía, la llamaremos cambio evolutivo de los mercados financieros. Estos cambios evolutivos, como se verá, tienden a agravar el problema de inestabilidad inicial del sistema.

2.4 *La economía privada con bancos*

La *economía igualitaria perfecta*, EIP (sección 2.3), reúne el conjunto de menor número de elementos financieros básicos que son suficientes para explicar los rasgos generales de una expansión financiera capitalista. La forma del dinero en dicha economía se definió como dinero privado (sección 2.3.1). Se trata de la forma más primitiva de dinero, y también la más general, que podamos imaginar. Por conveniencia, concebiremos al dinero privado como forma primigenia del dinero, esto es, que todas las demás formas de dinero se pueden entender como formas más avanzadas de dinero que han evolucionado de ella. Y, en cierto modo, algo de él perdurará en las nuevas formas del dinero.

A medida que nuevas formas de dinero aparezcan y sustituyan a la anterior, el dinero privado, sin embargo, quedará siempre *como el contenido del dinero*. En nuestra opinión, pues, el dinero privado no es sólo una forma del dinero más, igual a cualquier otra, presenta un conjunto de características que justifican que se le considere como dinero esencial. Una de ellas, quizás la más importante, es que el dinero privado se puede definir con absoluta independencia de cualquier otra forma de dinero. Observemos que en la economía

privada no había otro dinero que el dinero privado. ¿Por qué? En aquella economía todos los agentes que la habitaban, familias y empresas, se presentaron como iguales. Esto es, iguales en poder. Y, por consiguiente, el dinero siempre circulaba en un único nivel: donde se encontraban familias y empresas. Esta situación de absoluta independencia no sucederá para ninguna otra forma más compleja de dinero, ya sea privada, de Estado o un híbrido de ambas. Iniciamos la metamorfosis del dinero incorporando al escenario económico un nuevo tipo de agente, distinguible de las familias y de las empresas, nos referimos a *los bancos*.

Los bancos son agentes económicos privados que, sin embargo, no son iguales que familias y empresas. En la economía privada de la sección 2.3 ya estaba anunciada su aparición, un banco no es sino una cámara de compensación más eficiente, con más funciones, y dotada de más poder. Para que una cámara de compensación se convierta en un banco es necesario que pase a ser un intermediario de los flujos de dinero que circulan entre familias y empresas. Antes de la aparición de los bancos tales flujos de dinero eran de dinero privado, y tras la intermediación de los bancos, esos flujos de dinero son de dinero bancario privado.

2.4.1 El dinero bancario privado

El dinero bancario privado es el resultado de la intermediación de los bancos en los flujos de dinero que circulan entre las cajas de familias y empresas. Estos flujos, antes de su intermediación, eran dinero privado. Podemos definir el dinero bancario privado como *dinero privado intermediado*. Esta innovación sobre la forma original del dinero privado va a suponer la creación de una nueva forma de dinero. Seguimos calificándola de privada para resaltar el hecho de que, como su antecesor, es el dinero que circula entre familias y empresas. Es el dinero que estos agentes iguales entre sí utilizan en sus

transacciones. Y también porque, si bien con más restricciones, el impulso para su creación sigue perteneciendo a los agentes privados, familias y empresas. Pero, como se expone a continuación, se altera su modo de ser en aspectos tan significativos como los momentos de su creación y destrucción, o los de la velocidad de circulación por unidad de tiempo.

Las sucesivas fases de la circulación del dinero, que eran evidentes bajo la forma de *dinero privado*, desaparecen con el *dinero bancario privado*. Esto es así porque, siguiendo la analogía del dinero privado, la creación, acumulación y destrucción del dinero cuando circula entre cualquier par de agentes privados iguales ahora se producen simultáneamente. El dinero bancario privado, por consiguiente, esconde este rasgo general de la naturaleza del dinero.

Lo que sucede con el dinero bancario privado es que lo que antes consumía un tiempo para el dinero, crearse y destruirse, ahora sucede en el instante. Mejor aún, no ocurre siquiera. Afirmación que se refiere sólo al dinero que fluye entre las cajas de los que son iguales entre sí, por tanto, en la esfera de la circulación de familias y empresas. La introducción de un intermediario altera la figura del deudor en el dinero, deja de ser una familia o empresa, y ocupa su lugar un agente diferente, que es el banco. Familias y empresas sólo conceden crédito monetario a un banco, nunca más a un igual suyo de un modo directo; que es lo que sucedía precisamente en la forma original de dinero privado.

Si representamos la forma del dinero bancario privado como una relación binaria del tipo Boa , donde el primer miembro "B" es el deudor, el segundo "a" es el acreedor, y "o" la relación de deuda monetaria del primero con el segundo, la característica que acabamos de indicar significa que el primer término de esa relación será siempre un banco, que designamos por letras mayúsculas A, B, C, etc. y nunca puede ser un agente privado, digamos a, b, c, etc. La relación binaria "dinero bancario" se establece entre agentes diferenciados. Su primer

miembro siempre es un intermediario y el segundo es cualquier empresa y familia. Y, por eso, como entre iguales nunca puede ser uno de ellos deudor, tampoco podrá suceder, cuando se atiende a esa esfera de la circulación, creación o destrucción de dinero alguno. Sólo en tanto que el equivalente en la EIP para una situación así es una velocidad de creación y destrucción del dinero privada infinita, es que cabe imaginar que el dinero bancario privado circula entre iguales en un instante. Es decir, el dinero bancario privado fulmina el gasto de tiempo en completar el círculo desde su creación hasta su destrucción entre iguales.

El dinero privado iba directamente de la caja de un agente a a otro agente b , sin que la cámara de compensación pudiese conocer la variación de los saldos monetarios de a y de b entre sí y con el resto de familias y empresas que se derivasen de ese flujo de dinero en el mismo momento en que se producía. No había modo de registrar el flujo de dinero aob hasta que se llegaba a la cámara de compensación. Cuando la cámara se hace banco, sin embargo, los flujos de dinero entre a y b no circulan de tal modo, porque, ahora, un flujo de dinero llegaría finalmente de la caja de a a la caja de b , pero utilizando los servicios bancarios. Esto permite al banco conocer y registrar inmediatamente las variaciones de los saldos monetarios de los agentes cuando entre ellos se produce una corriente de dinero

En la figura 2.4.1-1 se ilustra el modo en que el dinero bancario circula entre tres agentes a , b y c a través de un mismo banco B . Todos los flujos de dinero siempre salen de la caja del banco, de B ; pero el impulso de esa salida de dinero debe venir siempre dado por un agente privado. Este fenómeno puede comprenderse como un flujo de dinero privado desde una familia a , por ejemplo, a otra familia b , que en lugar de pasar directamente de la caja de una a la de la otra, pasase entre medias por una tercera caja, la del banco. Es por eso que cada flecha que sale del banco tiene dos orígenes, uno en el banco y otro en el agente privado al que se debe tal salida de dinero.

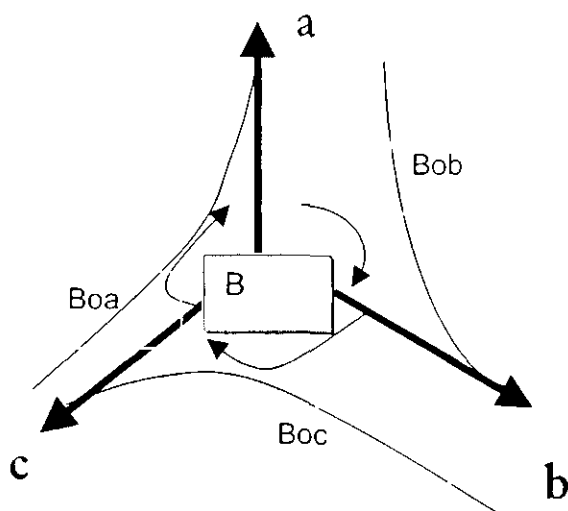


Figura 2.4.1-1: Flujos de dinero bancario privado en circulación entre tres familias o empresas, a, b, y c.

Como se ve en la figura, no existe segregación de los momentos creación y destrucción del dinero bancario que permitiese colocarlos en periodos que se suceden en el tiempo cuando fluye de la caja de un agente a otro; la circulación instantánea reemplaza lo que de otro modo llevaría tiempo. El primer efecto de esta desaparición del tiempo es que el dinero bancario aparece como uno que ni se crea ni se destruye, esto es, que no circula en el sentido que hemos establecido para el dinero privado. Esto va a favorecer la percepción del dinero como un stock mientras que dificulta la comprensión del mismo como flujo, que es el enfoque, desde nuestro punto de vista, correcto. Esta es una característica que van a compartir todas las formas de dinero que eliminan entre iguales la figura de uno de ellos como posible deudor del otro.

Al no crearse los flujos de dinero cada vez que salen de la caja de un agente, lo que, en este ejemplo, sería el equivalente a los flujos aob,

boc y coa omitidos, resulta que lo que antes eran flujos de dinero privados diferenciados son sustituidos aquí por un solo flujo del tipo B_{oi} , donde el segundo miembro es la única variable en esta forma de dinero. Este mismo ejemplo, donde el primer miembro de la relación binaria del dinero es siempre constante, mientras que en la forma de dinero privado los dos miembros son variables, nos conduce a pensar que, como se señaló al comienzo de 2.4, la forma de dinero primigenia es más general que la bancaria.

Como resumen de todo lo anterior, podemos decir que la velocidad de circulación del dinero bancario por unidad de tiempo no tiene por qué ser igual a la unidad (que era, recordemos, la velocidad de circulación del dinero privado en la economía rudimentaria). Desde el momento en que un agente que recibe en su caja un determinado volumen de dinero bancario, posee este dinero y puede usarlo cada vez que al hacer un pago tenga que salir dinero de su caja (en vez de crear y usar el suyo propio). El dinero bancario puede de este modo pasar de mano en mano de modo que un mismo volumen de dinero bancario puede sostener un volumen mucho mayor de transacciones. El flujo de dinero, cuando existen bancos, no sólo sale y entra de la caja sino que pasa a través de la misma. En la figura podemos pensar en una velocidad de circulación 3 por periodo de tiempo.

2.4.2 Creación y destrucción del dinero bancario

El dinero bancario privado entra y sale de las cajas de los agentes privados, a , b , c , etc., como si fuese un flujo que no hubiera sido creado antes y que, por consiguiente, no será destruido más adelante. Es un resultado lógico, porque el dinero bancario considera a todas las familias y empresas, por igual, acreedoras del Banco; y de ahí que ninguna de ellas mantenga una relación directa de deuda monetaria con alguna otra de sus iguales. Sin embargo, en un contexto de dinero

bancario, algunas familias y empresas pueden seguir creando dinero de un modo análogo al que se expuso para el dinero privado. Cuando una familia o empresa crea dinero, al igual que en la creación de dinero privado, debe aparecer como deudor en el dinero emitido. Pero a diferencia de aquel, este dinero que se crea nunca circulará en el nivel donde habitan las familias y empresas con la figura de su creador último como deudor. En eso se diferencia del dinero privado. Sólo cabe considerarlo deudor respecto del Banco mismo, que es el único agente que puede aceptar un dinero bajo esa fórmula. Si es así, el banco le concede un crédito a la familia o empresa. Es decir, un banco no sólo es un intermediario en los flujos privados de dinero cuando circulan entre iguales, sino que es también un intermediario del proceso de creación de dinero privado, que ahora sucede entre agentes que no pertenecen al mismo tipo, familias o empresas.

En la figura 242-1, se ilustra un proceso de creación de dinero de un agente a , intermediado a través de un banco B. El agente a crea el dinero bancario indirectamente. Desde la caja de a sale un flujo de dinero hacia la caja del banco B, $a \rightarrow B$; nótese que $a \rightarrow B$ es la fórmula del dinero privado desviado a la caja del Banco, y de ahí que aparece como la forma invertida del dinero bancario privado. Si B fuese una familia o empresa, dicho flujo sería considerado, de hecho, como una creación de dinero privado de a . Pero sólo tras su transformación en dinero bancario podrá circular entre los agentes privados. Como podemos ver en la figura 242-1, el proceso de creación de dinero de a aparece superpuesto a la figura 241-1, esto es, suponemos ahora que el dinero bancario privado que circulaba entre los agentes a , b , y c , tenía su origen en una emisión de dinero de a hacia el banco como paso previo a su existencia

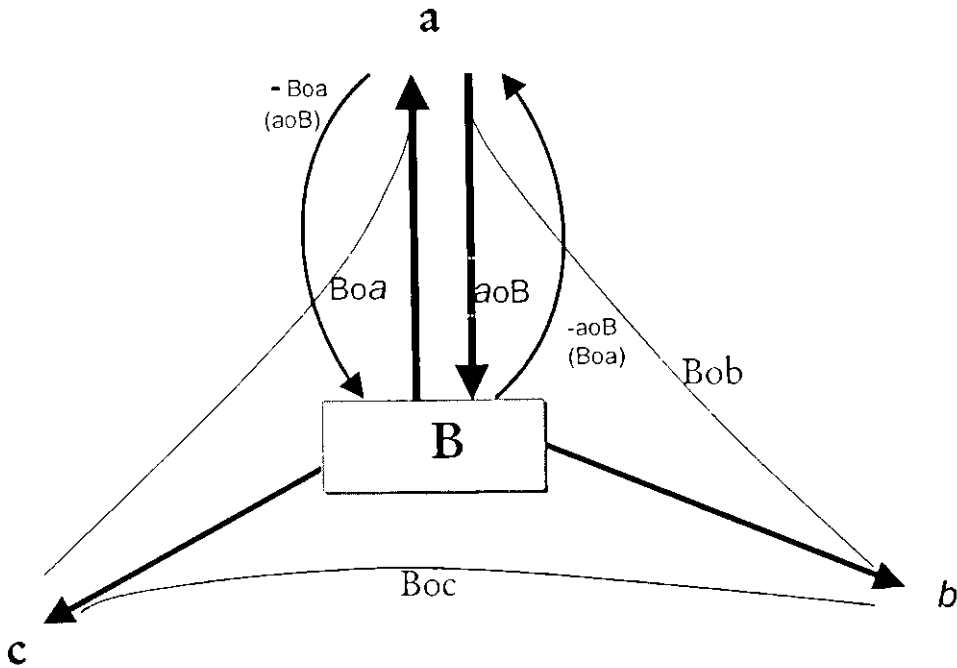


Figura 2.4.2-1: creación de dinero bancario a instancias de un agente privado *a*

En principio, puede parecer que la incorporación de un *agente del dinero* (bancos) a la EIP de la sección anterior 2.3 no debería afectar la naturaleza de una economía de este tipo. Pero tengamos en cuenta que cuando una economía se habitúa al uso del dinero bancario, los bancos gozan de una posición privilegiada en un asunto tan importante como la creación de dinero. La libertad de creación de dinero sigue existiendo en una economía con bancos, pero este derecho no está extendido entre todas las familias y empresas: mientras algunos agentes acceden al dinero otros no tienen ese derecho. Para Kalecki, el acceso al dinero es un criterio económico primordial para clasificar a los distintos actores que participan en una economía capitalista, más importante incluso que el de la propiedad: en concreto, el capital se distingue del trabajo en que el primero tiene acceso al dinero y el

último no. Un resultado que es coherente con lo que hasta ahora hemos ido conociendo acerca de la dimensión financiera del capital²²

La creación (intermediada) de dinero de una empresa, digamos *a*, a través de un banco (agente) se puede concebir como un intercambio de dinero entre el banco y la empresa. Este es un hecho incomprensible en una economía donde la creación de dinero es libre y directa. Un intercambio puro de dinero entre agentes *iguales* no da ninguna posición deudora o acreedora neta de ellos entre sí. El saldo monetario acreedor de cualquiera de ellos con respecto al otro compensa exactamente al deudor, por tanto, el saldo monetario neto es cero. Sin embargo, dado que el banco y la empresa no son iguales, no operan al mismo nivel monetario, este tipo de intercambios de dineros sí tiene sentido.

Una vez hemos reconocido la existencia del momento de creación de dinero bancario, es inmediato comprobar que también existe un momento de destrucción del mismo. La destrucción de este dinero se localiza en el mismo plano de su creación, esto es, aquel donde aparecen implicados familias y empresas, por un lado, y bancos, por el otro. La circulación del dinero en este nivel es exactamente la misma que la del dinero privado. En la figura 242-1, podemos ver el círculo que describe el dinero creado por un agente privado llamado *a*, familia o empresa, dentro de un cuadrado donde se enmarca su relación con un banco B, que es su agente o intermediario; por *círculo*, también podríamos decir por *círculo*, queremos indicar el proceso de creación y destrucción del dinero bancario creado por esa familia o empresa *a*. Observemos que si el agente B fuese uno igual que *a*, es decir, una familia o empresa, el proceso descrito en ese cuadrado es idéntico al que vimos para el dinero privado en la figura 231-1.

²² Max Weber (1983: p.207) decía que el dinero es el padre de la propiedad privada. En algunos países subdesarrollados, por ejemplo, Bangla Desh, se está utilizando como instrumento para salir del subdesarrollado dar un mayor acceso

2.4.3 Sistema bancario y niveles de circulación del dinero

Aunque podemos concebir un banco como lo análogo a la “cámara de compensación” de la EIP, sin embargo, debemos tener en cuenta que la nueva cámara deja de ser una unidad, tal y como era en aquella otra economía privada más primitiva: al contrario de lo que sucedía en ésta, aparece descentralizada, realizando sus funciones un conjunto de bancos independientes y no uno sólo. Esta división de la unidad de la cámara en distintos miembros, o descentralización de la cámara de compensación, introduce un nuevo nivel en la circulación de deudas, cuya forma vamos a considerar también como dinero: un dinero que es de bancos, con una fórmula idéntica al privado, salvo que el primer y segundo miembro de la relación binaria por la que lo representamos son bancos. Un nivel donde sólo hay bancos, y el dinero circula entre las cajas de los bancos. En una situación así muy bien puede suceder que, al igual que pasaba con familias y empresas en la EIP, la capacidad de creación de dinero de un banco tomado independientemente del resto, digamos del banco B de la figura 242-1, esté limitada por la aceptación de ese dinero por el resto de sus iguales y sujeto a los acuerdos institucionales que se establecen entre ellos.

En la figura 2.4.3-1, podemos observar los tres planos que hasta el momento hemos determinado para la circulación de los distintos dineros de la economía bancaria. El superior y el inferior corresponden a los dos lugares donde sus habitantes son iguales entre sí. Arriba los bancos y abajo las familias y empresas. Mientras el vertical establece relaciones entre el nivel superior y el inferior, es decir, entre no iguales. Es en el plano vertical donde se crea el dinero bancario privado que se usará en el nivel inferior. Será en el nivel superior de los bancos donde se podrá introducir algún límite a los deseos de creación de dinero de familias y empresas. Lo que no quiere

a la población sin medios económicos al dinero, a través, de bancos específicos que cumplen esa función que la banca tradicional no realiza [Varian: p. 651].

decir que los bancos tengan intereses contrarios en cuestiones de dinero a los intereses que puedan tener las familias y empresas en relación a la creación de dinero.

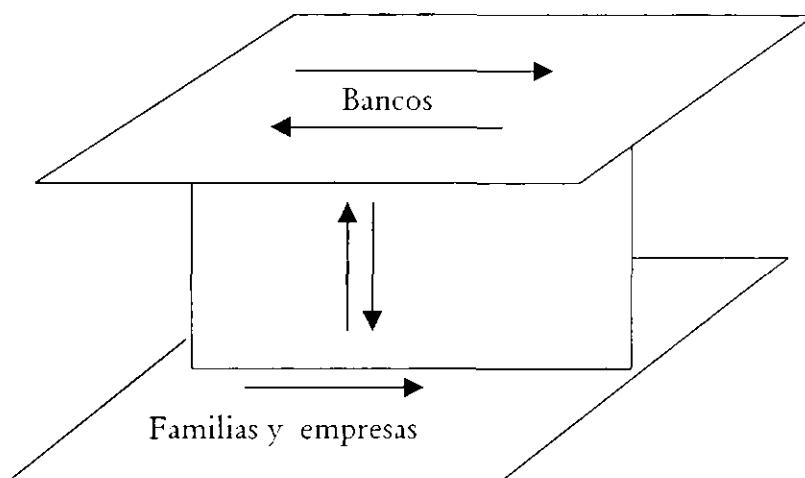


Figura 2.4.3-1: tres niveles de circulación del dinero en la economía de dinero bancario

Cuando hay varios bancos, un agente económico del nivel inferior que recibe un flujo de dinero hacia su caja desde la de un igual puede pedir que tal anotación bancaria acreedora sea sobre cualquiera de los bancos que forman el sistema bancario de la economía. Quiere esto decir que si el flujo no procede del banco que el agente receptor ha elegido como acreedor más preferido, los flujos de dinero entre los individuos producen a su vez, en el plano superior, flujos de dinero entre los bancos. Este plano superior define, por consiguiente, un tercer nivel de circulación de dinero relacionado con el dinero bancario privado. Luego, estos dos planos, inferior y superior, en el dinero bancario no son independientes entre sí: uno de ellos provoca reflejos sobre el otro.

Por ejemplo, si el dinero del banco B deja la caja de una empresa a (el dinero de la cual está en el banco) y entra en la caja de otra empresa o familia i , el proceso de anotación de los saldos deudores y

acreedores de cada uno de los agentes respecto al banco a través del cual intermedian sus flujos de dinero entra en funcionamiento. Lo que se puede traducir al final, si el agente i no toma a B como acreedor, en que el banco B sea obligado a crear dinero, en el nivel superior, como consecuencia de los flujos de dinero que circulan a nivel de familia y empresas. Esto es, el Banco B puede crear dinero para los otros bancos. En el ejemplo, para el banco que sea el acreedor preferido del agente i .

Al establecer de nuevo la analogía con la EIP nos percatamos de que otro resultado de la aparición de bancos en una economía de familias y empresas es, precisamente, que lo que sucedía con los flujos de dinero en este nivel de familias y empresas en relación a los déficits de caja de sus miembros sube un peldaño más, se desplaza a otro nivel, lo que no quiere decir que se resuelvan esos déficits de forma definitiva, o que ya no existan. Esta sucesión de desplazamientos de los desequilibrios de las cajas desde los niveles inferiores a otros superiores constituyen una pirámide de jerarquías para el dinero y sus propietarios. Es probable que Borges viese en ellos simples espejos; aventurando que, posteriormente, no tardarán en aparecer nuevos espejos, y con ellos la réplica infinita de una misma imagen.

Así, el proceso de creación de dinero para familias y empresas a través de y por un banco particular B no está exento de costes para B . Si se produjera un flujo de salida de dinero desde este banco a cualquier otro banco del sistema, aumentaría su déficit de caja en relación al sistema bancario, es decir, con respecto a sus iguales. Es evidente, que este resultado no está asegurado a priori. Dependerá, entre otros factores, del modo en que los bancos acuerden materializar sus dineros y deudas, de la tolerancia de unos respecto a otros en aumentar las posiciones acreedoras y deudoras mutuas. Es el mismo problema que analizamos en la creación de deudas de la economía privada más primitiva, sección 2.3.4, como resultado de la existencia de déficits de algunas familias y empresas (el camino hacia adelante en

el tiempo, arriba en el iceberg). Pero, ahora, cambiando los personajes de entonces por la figura de los bancos.

2.4.4 Financiación indirecta y directa de capital

La introducción de los *bancos* en una economía privada constituida exclusivamente por familias y empresas (EIP) modifica sustancialmente, tal y como hemos visto, la forma del *dinero privado*. Si fijamos nuestra atención, por ejemplo, en los procesos de creación de dinero para el nivel inferior, observamos que el dinero bancario privado, que sustituye a la forma primigenia del dinero, no es creado, en un intervalo de tiempo, por todas las familias y empresas, y en todo momento que se hace un pago. Una situación que resumimos con la expresión: aumenta la velocidad de circulación del dinero, esto es, que dicho cociente pasa a ser mayor que 1. Esta característica del dinero bancario pone al descubierto que la distribución de la facultad de crear dinero entre las familias y empresas en la economía con bancos es, al contrario que en la EIP, desigual.

Cerramos este estudio básico sobre el dinero bancario, según el esquema desarrollado en la sección 2.3, con una discusión acerca del tipo de deudas mediante las cuales se alarga la circulación del dinero bancario que se crea y no se destruye en el mismo periodo. El dinero es, como hemos resaltado, el origen de todas las otras formas de deuda, y, por tanto, es una parte fundamental de las finanzas de la economía. La liga que une dinero y finanzas introduce en el análisis del dinero un tercer elemento a tener en cuenta, nos referimos a las compras de capital de las empresas. Esta concurrencia de aspectos diversos en una misma visión de las finanzas es lo que denominamos *dimensión financiera del capital*.

Los resultados que conocemos acerca de los déficits y superávits, totales y parciales, de caja de familias y empresas (secciones 2.3.2 y 2.3.3) son independientes del tipo de dinero que exista en la economía.

La existencia de un déficit total de caja para cualquier agente debe estar justificado; ¿por qué?, si es una familia o empresa quien creó dinero, porque implica un incumplimiento de la deuda monetaria emitida en ese periodo. Si el dinero se creó intermediado a través de un banco, el incumplimiento de la deuda monetaria afectará directamente al banco.

La adquisición de capital por parte de una empresa, según vimos en la sección 2.3, es *el caso* que justifica un déficit total de caja en la economía capitalista. Otras formas de propiedad, como la adquisición de vivienda de la familia, también lo justifican, sin duda. Pero creemos que el capital es la forma de propiedad principal de esta clase de economía, mientras que las viviendas u otras son secundarias, máxime si nuestro objeto principal de estudio es la inestabilidad de las economías capitalistas. Por tanto, mantendremos este principio básico que centra la argumentación en un único punto, la financiación del capital. Como ya sucedía en la economía privada más primitiva puede suceder que el dinero acabe siendo una forma de financiación del capital. Recordemos que, por un lado, esta circunstancia implicaba que el dinero se convertía en un stock, en contraste con el dinero flujo que se creaba en cada intervalo de tiempo. Y, por otro lado, que al aparecer los pagos contractuales de la deuda, la economía entraba en el tiempo. Examinemos esta forma de financiación indirecta de capital a través del dinero en el contexto de un sistema bancario.

2.4.4.1 Crédito bancario

Sea que las empresas que invierten en el periodo hayan creado dinero por encima de los beneficios que han conseguido en el periodo, es decir, que tienen un déficit total de caja, ese déficit ha sido posible gracias a la creación de dinero intermediado a través de la banca. Esta situación no es diferente a la que vimos en la economía de dinero privado, sólo que ahora el banco es el agente competente en

determinar la forma de deuda que sustituya al dinero creado y no destruido en el periodo.

Las deudas creadas por el banco dependerán de un conjunto de circunstancias que serán más bien de tipo institucional e histórico; las cuales van a tener consecuencias muy importantes sobre la estabilidad del sistema financiero global. Tal y como señalara Henry C. Simons en su conocido artículo sobre política monetaria de 1936, "*Rules versus Authorities*", la obligación que se impone a las empresas para que liquiden sus deudas en un horizonte temporal breve, y en un calendario que no se ajusta al desenvolvimiento natural de su producción y de los mercados donde opera, es una fuente de inestabilidad de las economías capitalistas. Por ello, Simons entendía que la agenda de reformas institucionales de la economía de mercado tenía un objetivo preciso, que era conseguir la sociedad libre (A Free Society), y que tenía que ser más general que el control de determinados niveles de activos financieros, en concreto, del dinero; por más general entendemos que debe reformarse también la estructura general de las deudas que existen en esa economía.

El crédito bancario es una forma de deuda de familias y empresas que tiene como acreedor inmediato o explícito a la banca. Si la empresa con déficit total de caja se financia a través del crédito bancario en un periodo dado, estará obligada a generar una serie de superávits en el futuro que le permitan amortizar progresivamente, dentro de un calendario fijo, la deuda monetaria que mantiene con el banco y pagarle intereses. Pero serán las familias o empresas con superávit en el mismo periodo en que se produce la inversión, supuesto que los bancos tenga equilibrio en su caja, los acreedores últimos de las empresas que inviertan financiándose con crédito bancario, donde dicho superávit se concreta bajo la forma del dinero bancario. Este dinero bancario debemos tratarlo como un stock, como un activo financiero. Los acreedores de hoy podrán tener déficits

totales de caja en el futuro sin que ello implique aumentar el stock de dinero de la economía, sino, al contrario, su eliminación progresiva.

Debemos advertir que mientras los deudores tiene fijado un calendario para lograr superávits en el futuro, sin embargo, los acreedores no tienen un calendario para los déficits de caja que realizarán en el futuro con cargo al dinero acumulado. Es decir, mientras hay una obligación de realizar ventas en los mercados de bienes y servicios para los deudores en fecha determinada, e incluso se ve normal que se les exija una venta inmediata de sus bienes o propiedades, sin embargo, no hay obligación alguna para los acreedores de que realicen compras en los mercados de bienes y servicios; estos últimos pueden posponer sus compras tanto como deseen. En la financiación indirecta del capital a través del dinero bancario no se coordina en modo alguno el comportamientos futuro de los acreedores y deudores de hoy entre ellos. Mientras sabemos cual será el comportamiento de los superávits de unos, no está determinado en ningún caso el comportamiento de los déficits de los otros. Y, sin embargo, no habrán superávits sin no hay déficits, y viceversa.

La financiación indirecta del capital a través del dinero ha ocupado un lugar muy destacado en la teoría monetaria de Gurley y Shaw, pero también en Keynes. En *Money in a Theory of Finance* (1968), Gurley y Shaw consideran este aspecto del dinero a través de la figura del dinero interno (inside money). Cuando Keynes da la vuelta a la metáfora clásica, el dinero es un velo, sustituye el objeto ocultado tras el velo. Lo que se oculta tras el dinero no son los precios relativos, el requisito de su neutralidad, sino la dimensión financiera del capital.

2.4.4.2 Deudas entre iguales

Al lado de la financiación indirecta del capital, debemos contemplar la existencia de deudas directas entre agentes iguales, esto es, entre empresas y familias. Aunque éstas nunca reconozca en el dinero bancario a otra familia o empresa como un posible deudor, sólo se conceden créditos monetarios a los bancos, sin embargo, una vez se establecen los déficits y superávits totales de caja, las familias y empresas pueden conceder créditos y aceptar como deudores a las empresas. Esto es, una vez se establece un determinado volumen de ahorro en la economía, es posible la financiación directa del capital de empresas y familias a empresas, o financiación entre iguales. La financiación directa, no obstante, está subordinada a una financiación indirecta del capital, al menos inicialmente o inmediatamente anterior. Una relación de subordinación que es completamente cierta en la economía sin pasado.

Expresemos la formulación como una relación binaria de la deuda entre a y b , que corresponda a la financiación directa del capital en el contexto de dinero bancario y para diferenciarla de la forma del dinero privada aob , como adb . Pues bien, las formas de deuda que estén a disposición de la empresa, o que esta pueda inventar para instrumentar su financiación directa, pueden clasificarse dentro de alguna de estas dos categorías: (1) el agente económico con superávit lo emplea directamente en la compra del capital, aunque la gestión y el control del capital lo deja en manos de un pequeño grupo de especialistas que podemos identificar con la empresa; (2) el agente económico con superávit sólo reclama la devolución de la deuda y el pago de un interés cierto, es decir, recibir el mismo trato de la empresa que el que recibiría de un banco. Por ello, la obligación o bono es un tipo de deuda muy semejante a la que pudiera ofrecer un banco, o cualquier otro intermediario financiero a los acreedores últimos, en general, las familias y empresas. Una acción comprada en la *bolsa* de

una ciudad es una deuda (activo) del primer tipo, mientras que una obligación es una deuda (activo) del segundo tipo. La separación de propiedad y control sobre el capital, tal y como se recoge en la figura de la acción, es un atributo institucional esencial del capitalismo moderno y denota, en la terminología de Minsky, el carácter *urbano* de este tipo de economías.

La financiación directa del capital, como hemos señalado, está subordinada al comportamiento de los bancos, en particular, a su actitud ante la creación de dinero. Es una relación compleja. No pretendemos agotar su estudio en esta sección. Ilustramos esta idea con un ejemplo: supongamos una economía con bancos, sin pasado, donde el agente que tiene acceso directo al dinero es la empresa que va a comprar capital; donde las familias no serán empleadas hasta que no se sepa cuales van a ser los pedidos de la industria de bienes de capital, lo que determinará el empleo tanto en este sector como en el de consumo. Por tanto, la inversión del periodo crea el volumen de beneficios disponibles para la financiación interna de las empresas, pero queda indeterminado el volumen de financiación directa que pueden lograr las empresas con déficits totales de caja. Estas relaciones se presentan formalmente en la sección 2.4.7 del final de este capítulo.

Ninguna familia o empresa puede tener superávits antes de que la inversión se realice, ni tampoco puede endeudarse con la banca para de este modo crear dinero que podría fluir hacia la caja de la empresa que desea invertir. Siguiendo esta lógica, la empresa que compra capital necesariamente ha tenido que crear el dinero con el concurso de la banca. Una vez que este dinero termina su proceso de circulación, algunos agentes tendrán un superávit, en concreto, un saldo acreedor sobre el banco que se concretará en dinero bancario. Es cuando acaba este proceso que algunas empresas o familias pueden emplear este dinero en la compra de acciones o bonos. Esto es, en procurar fuentes de financiación directa para las empresas deficitarias.

La emisión de acciones o de bonos por parte de la empresa no se determina al margen de la financiación indirecta previa del capital. Una afirmación que sostenemos, en principio, bajo la imagen de una economía de dinero bancario privado sin pasado. Ni tampoco toda la financiación del capital tiene por qué ser finalmente absorbida por los instrumentos de deuda propios de la financiación directa del capital. La posibilidad de que algunos acreedores últimos decidan mantener sus superávits en forma de dinero bancario, puede tener importantes consecuencias al tratar de los procesos de expansión financiera, sus mecanismos de control, con dinero bancario. Pero esto presupone considerar que la economía está finalmente en el tiempo.

2.4.5 El Banco Central

El dinero bancario privado creado en un intervalo de tiempo determinado, que será una adición al stock de dinero heredado, dependerá de la creación de dinero de cada uno de los miembros del sistema bancario. Hemos visto que ninguno de ellos puede crear dinero al margen del comportamiento del conjunto, porque, paralelo al nivel inferior donde circula el dinero de los bancos entre familias y empresas, podemos concebir un nuevo nivel superior de circulación de dinero entre bancos relacionado con el primero. Existen, por consiguiente, déficits y superávits totales de caja de los bancos entre sí que exigen algún tipo de coordinación entre los miembros del sistema monetario; déficits y superávits que sólo se pueden generar en el proceso bancario de creación de dinero para las familias y empresas, en tanto que aquellos son un reflejo de los déficits de caja de éstos últimos.

Esto nos conduce a preguntarnos si podemos tratar a tales deudas entre bancos como un mecanismo regulador suficiente para una provisión limitada de dinero desde los bancos a las empresas, por

ejemplo, para financiar el capital. Si existe un conjunto de bancos acreedores que se diferencia claramente de sus deudores, que podríamos considerar como aquellos bancos que crean dinero en una cuantía muy superior al conjunto, sería razonable pensar que los bancos acreedores podrían limitar los déficits de los deudores. Basta con que los acreedores no quieran más de su deuda o que les obliguen a trasladarle parte o todos los créditos concedidos a las empresas y que han causado ese déficit de caja. Sin embargo, esta limitación de unos bancos por otros no sucedería en caso de que el comportamiento de todos los miembros del sistema bancario sea homogéneo. Una cuestión cuya dimensión dinámica es más significativa que la estática que se ha presentado. A saber, dentro de un proceso de expansión financiera (2.3.6 y 2.4.7) puede muy bien suceder que el deseo de aumentar el crédito concedido a empresas y familias en forma de dinero bancario sea compartido por todos los bancos que constituyen el sistema bancario por igual.

En relación con los comportamientos gregarios del sistema bancario surge una figura cuya principal misión es conducir la evolución del comportamiento de los bancos durante las expansiones financieras. En particular, se trataría de la introducción de un agente económico capaz de determinar la capacidad del conjunto de bancos para crear dinero para familias y empresas. Dicho de otro modo, para controlar la cantidad de dinero disponible para las empresas o familias acreedoras en cada momento del tiempo. Esta figura adopta la forma de un banco, si bien se trata de un agente económico diferente a ese conjunto de bancos que hemos presentado como intermediarios en las corrientes de dinero entre las cajas de familias y empresas; podemos designarlos ahora por su contacto directo con familias y empresas, y para diferenciarlo de este nuevo banco, como bancos comerciales. Denominamos al nuevo banco que hemos incorporado a esta economía como Banco Central. Explicaremos a continuación el por qué de su posición central respecto a los bancos comerciales.

Volvamos al plano de circulación de dinero entre bancos, el nivel superior, para definir el papel del Banco Central dentro del sistema de bancos comerciales. La resolución de los déficits y superávits totales de caja para la banca, como ya sucediera para familias y empresas, puede remitirse a un nivel superior. La posible existencia de deudas incumplidas entre iguales se trasladaría en tal caso un peldaño más arriba en la jerarquía del dinero. En conclusión, se introduce un nuevo agente desigual para los bancos, en el que va a culminar la pirámide del dinero que expusimos en la figura 2.4.3-1. Este banco de los bancos será, precisamente, el Banco Central; cuyo nombre viene justificado por la posición preeminente que ocupa en los distintos niveles jerárquicos que exige el dinero bancario para su funcionamiento.

Podemos pensar, por consiguiente, que los bancos comerciales usan dinero bancario, al igual que familias y empresas. Pero, a diferencia de la esfera de circulación privada inferior, sólo hay un banco para los bancos, que no es ninguno del conjunto de bancos comerciales. Llamemos al dinero de los bancos el *dinero del Banco Central*. Las formas y contenidos de esta clase de dinero son idénticos al dinero bancario privado si la figura del banco comercial se sustituye por la del Banco Central y la de familias y empresas por cualquier miembro del conjunto de bancos comerciales.

2.4.6 Flujos de caja de la banca comercial

Todo *banco comercial* tiene un incentivo económico para la creación de dinero, por tanto, para financiar de este modo la compra del capital de las empresas con déficit total de caja: participar de los beneficios futuros que se espera pueda obtener el capital. Al igual que las familias o las empresas, pero como resultado de sus operaciones particulares en los mercados de dinero o crédito, el banco experimenta flujos de dinero de entrada y de salida a su caja en cada intervalo de

tiempo, en consecuencia, puede obtener déficits o superávits de caja análogos a los que tienen familias y empresas. Si bien tanto las entradas como las salidas de dinero a un banco tienen un significado muy distinto al que hemos determinado para los agentes iguales en el nivel inferior.

Si en la economía privada de dinero bancario sólo existiese un nivel de circulación del dinero, un plano en el que todas las cajas son de familias y empresas, no tendría sentido hablar de los flujos de caja de los bancos. Y, por consiguiente, tampoco podría concebirse al banco como un agente privado, diferenciado de familias y empresas, al que se pueda atribuir una conducta económica propia. Estaríamos en el caso de una EIP. La existencia de los otros dos niveles de circulación, uno de bancos con bancos que remite a una relación de éstos con un Banco Central, y el otro de bancos con familias y empresas, nos conduce a pensar que, en efecto, el banco comercial puede considerarse como un agente económico, con caja propia, cuyos flujos de dinero de entrada y de salida deben estudiarse.

Tengamos en cuenta, en primer lugar, que los flujos de caja de la banca comercial, por el lugar tan especial que ocupa en los distintos niveles del dinero (ver figura 2.4.3-1), se pueden analizar bien en su relación con familias y empresas o bien en el nivel superior donde se relacionan los bancos comerciales entre sí. En el primer caso, el banco comercial participa de un modo directo en los beneficios de las empresas y, por consiguiente, obtiene derechos sobre la producción de bienes y servicios corrientes. En el segundo caso, si hay Banco Central, obtiene dinero del Banco Central procedente de otros bancos, o, por el contrario, pierde este tipo de dinero a favor de los otros bancos. Si la pérdida de dinero del Banco Central a favor de otro banco conduce al banco deudor a solicitar un crédito del Banco Central, el tipo de interés que tenga que pagar por ese crédito le va a suponer una salida de dinero futura y, por consiguiente, un coste a su actividad de creación de dinero para familias y empresas. Un coste que

podemos concebir como la cesión de una parte de los beneficios futuros del banco deudor, obtenidos por el crédito concedido a las empresas, al Banco Central.

Examinaremos brevemente los flujos de dinero desde y hacia la caja de la banca en el nivel donde el banco se relaciona con familias y empresas. Supongamos que el dinero privado de una familia o empresa se transforma en manos de la banca en una deuda semejante al que vimos en la economía privada más primitiva. Los pagos contractuales de la deuda que vimos entonces son ahora flujos de salida de dinero desde las empresas, ahora lo son también de entrada en la caja de la banca (antes a la cámara de compensación). Recordemos que estos flujos de dinero no se explican por las actividades de mercado presentes de la empresa sino por su balance, es decir, por la obligación de cerrar la circulación de un dinero emitido en el pasado. El concepto de pago contractual de la deuda se mantiene aunque se aplique a sistemas monetarios diferentes. Este flujo presente de dinero hacia la banca procede de déficits pasados que el banco ha facilitado a las empresas para financiar sus compras de capital. Es por eso que son flujos que se explican por el balance de la empresa, son flujos de balance.

Sin embargo, para que los pagos contractuales de la deuda produzcan un flujo neto de entrada de dinero en la caja de la banca, o beneficio, es necesario que el banco cobre un interés sobre los créditos concedidos; es decir, que la cantidad de dinero que vuelve al banco como suma en el tiempo de todos los pagos contractuales, sin aplicar descuento sobre ellas, es mayor que el crédito concedido. El tipo de interés surge de la necesidad de remunerar a la banca por los servicios prestados, por tanto, de su existencia y nivel dependerá el beneficio económico de la actividad bancaria ordinaria. El interés percibido por los bancos se obtiene al aplicar un porcentaje sobre la deuda pendiente, esto es, el crédito no devuelto aún por las empresas endeudadas.

Supongamos que el dinero que ha creado el banco financia una compra de capital con déficit. Esto quiere decir que alguna familia o empresa tiene un superávit por esta razón en ese intervalo de tiempo. La deuda en que inicialmente se concreta este saldo monetario acreedor es dinero, en el sentido más estricto, es decir, el acreedor puede generar flujos de dinero a su favor cuando desee (a la demanda), independiente de cual hayan sido sus operaciones presentes en los mercados de bienes y factores. Recordemos que este dinero forma parte del balance de este agente. Aparecerá como dinero en el activo y como riqueza en su pasivo. Este dinero puede volver a la circulación en cualquier momento, por lo cual el banco puede verse obligado a responder de este dinero ante el resto de bancos.

El cierre de circulación del dinero bancario, desde esta perspectiva del acreedor del banco, está directamente ligada a la devolución del principal por parte del deudor del banco. El banco aquí no es más que un intermediario entre deudores y acreedores últimos. En este sentido, la devolución del principal del crédito bancario y, por consiguiente, la anulación de la deuda recogida en el dinero bancario propiedad de un acreedor del banco, y acreedor último de la empresa que devuelve el crédito, no pueden entrar a formar parte del beneficio de un banco. No obstante, estos flujos de dinero de salida y de entrada para la banca pueden afectar finalmente al nivel de su déficit o superávit respecto a los otros bancos. Es por esta vía indirecta que finalmente el banco comercial puede terminar pagando intereses al Banco Central como consecuencia de desajustes en los flujos de entrada y de salida de dinero a su caja, que, inicialmente, no se incluían en el cálculo de su beneficio económico.

El dinero bancario que sale del balance del acreedor y entra en la caja de algún otro agente, podemos tratarlo como un pago contractual del banco hacia sus acreedores. La banca comercial tiene, por consiguiente, que hacer frente a la salida de estos flujos de dinero de su caja (pagos contractuales de su deuda, que hasta ahora hemos supuesto

es dinero). Varias son las alternativas disponibles o de posible invención para neutralizar los efectos adversos que estos pagos puedan causarle: una de ellas, por ejemplo, es que haya acumulado superávits frente al resto de bancos y que ahora podría emplear para neutralizar un posible déficit inesperado o no deseado con aquellos, si hay un Banco Central, que haya acumulado superávits sobre el Banco Central, y que ahora debe estar dispuesto a disminuir. Esta alternativa supone que el banco ha cedido parte del negocio de la financiación del capital a sus competidores. Para un banco que no quiere sacrificar los beneficios que la financiación del capital le supone, una alternativa ventajosa es crear nuevas formas de deuda que sustituyan al dinero puro, esto es, crear sucedáneos del dinero. La principal diferencia entre estas formas de deuda y el dinero es que el banco paga intereses por la deuda pendiente y que no genera flujos de dinero a favor de su propietario a la demanda del mismo.

En resumen, los flujos de dinero de salida de la caja del banco en un intervalo de tiempo dado corresponden, según hemos visto, a los pagos contractuales de su deuda, los cuales incluyen el pago de intereses en aquellas formas de su deuda que no sean dinero; mientras que los flujos de entrada a la caja del banco corresponden a los pagos contractuales de las empresas que han financiado su capital con deuda y que incluye el pago de intereses. Será la diferencia entre los pagos contractuales de intereses de entrada y de salida de la caja del banco los que definan cual sea el superávit o beneficio económico de la banca en cada ejercicio económico, consideramos que los demás costes de la actividad bancaria juegan un papel secundario en la determinación del beneficio. La banca será, desde esta perspectiva, un agente económico cuyo comportamiento está motivado por la maximización de alguna de las dimensiones del beneficio económico que hemos definido, ya sea su nivel absoluto, velocidad o aceleración.

Todos los flujos de dinero desde y hacia la caja del banco que hemos considerado son pagos contractuales de la deuda, ya sea del banco hacia las familias o empresas o de estas hacia el banco. Esto

quiere decir que toda la actividad monetaria del banco está directamente ligada al balance, al suyo propio, al de sus acreedores y al de sus deudores. El dinero que emiten las empresas para financiar sus compras de capital, que ahora recoge el banco, es finalmente un activo para el banco y una deuda para la empresa. Esta deuda propiedad del banco aparecerá en el activo de su balance como crédito. Los activos típicos de la banca son, por tanto, de naturaleza financiera que en última instancia se explican por un proceso de circulación del dinero.

Al igual que ya hicimos al estudiar el balance de familias y empresas, debemos preguntarnos cómo el banco consigue el control o propiedad sobre sus activos. Recordemos que el banco para conseguir "el dinero de las empresas y su déficit", es decir, para dar crédito ha creado dinero y otras formas de deuda, sustitutivos y subordinadas al dinero. Es decir, los bancos descansan sobre balances muy frágiles. El nivel de apalancamiento que observamos en el balance de la banca es, por consiguiente, muy elevado. Pensemos, por ejemplo, las consecuencias que para un banco en estas circunstancias podría tener un aumento de los tipos de interés que paga por sus pasivos para frenar un incremento inesperado de la demanda de flujos de dinero a favor de sus acreedores, suceso que le ocasionaría, en caso de no cortarlo, un déficit enorme respecto a los otros bancos, los cuales podrían exigirle un interés elevado en caso de que por ello hubiese de solicitar un crédito al Banco Central. Lo que inicialmente era una crisis de liquidez puede convertirse en una crisis de solvencia para el banco. El banco puede cerrar, y, con él, arrastra a sus millones de clientes también a la quiebra -en la literatura anglosajona se refieren a esta circunstancia mediante la expresión "demasiado grande para caer" (too big to fail).

La descripción que acabamos de realizar del sistema monetario más avanzado, constituido por un conjunto de bancos, aunque diferente en los detalles conserva la esencia del proceso capitalista de la economía sin bancos. En realidad, el mecanismo de control que

hemos supuesto introduce la descentralización de la cámara de compensación y la centralización del proceso de creación de dinero en la expansión del capital, depende de los acuerdos institucionales de que se doten los bancos. No esperamos que estos acuerdos entre bancos sean más resistentes a la amenaza que supone una situación de estabilidad en la economía, baja incertidumbre, que, por ejemplo, el establecimiento de la prohibición de creación de dinero para los agentes económicos con balances frágiles, que sería una medida de control de la expansión monetaria equivalente en la EIP sin bancos.

2.4.7 La hipótesis de fragilidad financiera en el marco de una economía privada con Bancos

Del mismo modo que en la sección 2.3.6 hemos analizado la dinámica de la EIP, nos proponemos en esta sección el estudio de una expansión financiera capitalista en un contexto institucional más complejo. Se trata de analizar la lógica financiera por la cual la mayoría de los balances individuales se transforman, cómo ya sabemos, cuando la economía se concibe en crecimiento, desde una posición robusta en el comienzo hasta una posición de fragilidad al final del crecimiento de esa economía. La ampliación de los rasgos institucionales de la EIP se debe fundamentalmente a la aparición de los bancos, y con ellos del dinero bancario privado y de la financiación directa del capital. Seguimos manteniendo, como para la EIP, la estabilidad del marco institucional que hemos introducido para economía con bancos en las secciones 2.4.1 hasta la 2.4.6. Pero debemos tener presente lo que se ha dicho en 2.3.6 respecto al cambio evolutivo de los mercados monetarios y financieros en las economías capitalistas.

2.4.7.1 Requisitos financieros de la expansión en un modelo de ciclo económico clásico

Como la *HFF* se refiere a una economía que crece, aparece una conexión natural entre esta y el ciclo económico. En particular, de la evolución que se espera vaya a suceder con la estructura financiera en la fase alcista del ciclo, es decir, durante la expansión de la economía. Traemos en este punto algunos resultados del modelo simple del acelerador-multiplicador como ilustración de los requisitos financieros de la expansión económica.

Una economía crece durante un periodo de tiempo auge o fase alcista del ciclo si cumple que la producción (el valor total del flujo de bienes de capital y de consumo finales) en todo intervalo de tiempo t (unidad arbitraria en que midamos el tiempo) es mayor que el valor de ese flujo en el intervalo de tiempo que le precede $t-1$, bajo el supuesto de que la inflación es cero o ha sido descontada. Este flujo por unidad de tiempo crece porque la inversión crece. Podría pensarse en una economía cuyo crecimiento se debe al crecimiento del consumo o del gasto público, sin duda esto puede suceder en la realidad, pero desde un punto de vista teórico una economía de estas características levanta serias sospechas respecto a su naturaleza capitalista o, si es capitalista, a su estado de salud y fortaleza. Queda claro que en nuestro modelo crecimiento es sinónimo de crecimiento acelerado del stock de capital.

En Minsky (1957b), encontramos una explicación sobre los requisitos financieros del auge económico que los modelos multiplicador- acelerador nunca habían contemplado antes. Se trata de una discusión de la hipótesis donde, pese a desarrollarse dentro de un contexto clásico, se hace patente por qué las finanzas son fundamentales para la existencia del auge económico. Una conclusión que es acorde con los resultados obtenidos acerca de la expansión financiera de la economía privada de la sección 3.2.6.

Supongamos que la inversión en el periodo t es mayor que en el periodo $t-1$ y está financiada por ahorro *ex-ante*²³. En tal caso, el ingreso agregado de la economía del periodo $t-1$, que estaría compuesto sólo de consumo e inversión, sería igual a la suma del consumo y de la inversión en el periodo t . Dado que ese ingreso en $t-1$ es también igual a la suma del consumo y de la inversión en su propio periodo ($t-1$), esto implica que todo el aumento en la inversión en un periodo t ha sido contrarrestado por la disminución del consumo en ese periodo t respecto al anterior $t-1$ y que en consecuencia el ingreso ha permanecido invariable de un periodo al otro. En la Teoría General, por ejemplo, Keynes señala que la teoría económica clásica parte del supuesto de que la renta agregada es un valor fijo, de cuyo volumen o variabilidad nada se conoce²⁴.

Exponemos las ecuaciones que sostienen la afirmación previa. De la ecuación de ahorro *ex-ante* tenemos que:

$$S_t = Y_{t-1} - C_t = I_t,$$

por tanto,

$$C_t + I_t = Y_{t-1}$$

Dado que $Y_{t-1} = C_{t-1} + I_{t-1}$ por condición de equilibrio del mercado de bienes, se cumplirá, por consiguiente, lo que acabamos de afirmar:

$$C_t + I_t = C_{t-1} + I_{t-1} \Rightarrow I_t > I_{t-1} \rightarrow C_t < C_{t-1}$$

Un proceso de crecimiento económico con estabilidad de precios y no deflacionista, gobernado por la inversión, exigiría que el sistema monetario y financiero fuese capaz de procurar fondos a las empresas que no obligaran a una disminución del consumo. Teóricamente esta situación es factible sólo si es posible un aumento

²³ El concepto de *ahorro ex-ante* fue elaborado por la escuela sueca, ver Ohlin (1937); aparece en Minsky (1957b) [reimpresión (1982a):p. 236]

²⁴ Keynes (1935): p.243

de la velocidad de circulación del dinero o un aumento en la cantidad de dinero.

El Ahorro ex-ante de un modelo acelerador-multiplicador equivale a la suma del ahorro de las familias y de los beneficios de las empresas en nuestro modelo. Esto es, el superávit global que la inversión genera en un determinado momento y que se ofrece como premio a las empresas más competitivas, con más poder de mercado o a las familias con más ingresos o mayor capacidad de sacrificio. En nuestra teoría, todos los agentes familias y empresas luchan entre sí por una parte de este superávit. Supongamos que este superávit se usa para financiar de un modo directo la inversión del periodo siguiente. Las empresas emiten acciones, por ejemplo, y financian de un modo directo la compra de nuevo capital. No sólo la renta de un periodo es idéntica a la del anterior, en tal caso, sino que la inversión de un periodo es idéntica a la del periodo anterior.

La primera conclusión que debemos extraer del examen que hace Minsky de los supuestos clásicos es que el crecimiento con estabilidad de precios del stock de capital exige la *liberación* de la inversión que se produzca en cualquier intervalo de tiempo (dentro del periodo de auge económico) del superávit generado en la economía en el periodo previo. Estudiemos las consecuencias de este hecho en los balances de los distintos agentes económicos implicados desde un punto de vista financiero en el proceso de inversión o acumulación de capital.

Si la inversión se financia de un modo directo, emitiendo acciones, por ejemplo, el balance de las empresas y de la banca no aumenta su fragilidad, sin embargo, el balance de aquellos agentes que compren las acciones se hace más frágil. Imaginemos, por ejemplo, el supuesto de que tales agentes se endeuden para comprar acciones. Pero las posibilidades de sostener el crecimiento del capital exclusivamente con financiación directa son limitadas. Si, por ejemplo, supusiéramos que las familias o empresas que

potencialmente van a comprar las acciones tuviesen la más mínima preferencia por la liquidez, ni siquiera sería posible la conservación de los niveles de inversión mediante la financiación directa del capital. Esto es, la financiación directa del capital acabaría con el proceso de crecimiento económico y podría producirse una depresión económica.

Minsky presenta dos soluciones para financiar el crecimiento del capital en su modelo. La primera es un aumento de la velocidad de circulación del dinero, que es equivalente a una disminución de la preferencia de la liquidez. Esto exige dos circunstancias relacionadas: (1) que los agentes familias, empresas o bancos comerciales estén dispuestos a sustituir dinero (bancario, del banco central o deuda pública) por acciones o crédito a las empresas, aumentando por tanto la fragilidad de su balance; (2) para conseguir lo anterior, tiene que crearse un clima de seguridad y baja incertidumbre en la economía. Esto se puede conseguir si el proceso de crecimiento económico se sostiene durante algún tiempo. Ambas tendencias, aumento de la fragilidad y estabilidad del crecimiento (baja incertidumbre) se refuerzan, al menos durante cierto tiempo. Una disminución de la preferencia por la liquidez en el caso de los bancos comerciales, ya sea del dinero del Banco Central o de la deuda pública, no es independiente de cambios institucionales profundos en las practicas bancarias y en los mercados monetarios. Esto apunta directamente a un cambio evolutivo en dichos mercados. Lo que alteraría la estabilidad institucional de dicha economía.

La segunda es un aumento de la cantidad de dinero. Si el dinero es bancario, esta solución es equivalente a una disminución de la preferencia de la liquidez de los bancos comerciales, se puede considerar, por tanto, como un caso particular del anterior. Si el aumento de dinero lo interpretamos como un aumento del dinero del Banco Central esto permitiría financiar la inversión mediante el crédito bancario, aumentaría así la fragilidad del balance de las

empresas, pero los bancos conservarían su nivel de fragilidad. En este caso el Banco Central o bien no tiene como objetivo el control de la cantidad de dinero o bien no considera que exista ninguna amenaza de inflación en la economía.

El desarrollo de argumentos acerca de las expansiones financieras del capitalismo dentro del contexto de *modelos mecanicistas* exige como complemento algunos supuestos sobre el comportamiento a nivel microeconómico de los agentes y sus rasgos psicológicos característicos. Algo de esto hemos tratado al considerar las circunstancias en las cuales un agente económico estaría dispuesto a aumentar su fragilidad financiera en relación con la preferencia por la liquidez y de los niveles de incertidumbre de la economía.

En la sección siguiente tratamos de una expansión financiera ajustada a los rasgos institucionales de la economía de dinero bancario de esta sección 2.4. Seguimos el esquema expuesto para la economía igualitaria perfecta. Trataremos de relacionar los resultados obtenidos tanto con el caso de la economía privada más primitiva como con los argumentos de Minsky desarrollados en su artículo de 1957

2.4.7.2 Expansión financiera y dinero bancario privado

En el supuesto clásico acerca de las finanzas del capital se considera que el ahorro de la economía, la suma del ahorro de las familias y de los beneficios de las empresas, precede al volumen de inversión que se financia con estos, y que, por tanto, el ahorro es independiente del volumen de inversión del periodo corriente, aunque no lo sea respecto a la inversión del periodo anterior. Al separar por un periodo la inversión de su financiación, resulta que si retrocedemos un periodo en el tiempo, nunca se sabrá cómo se financió la inversión en ese periodo anterior. La inversión en t se

financia por la inversión en $t-1$, y así sucesivamente retrocediendo en el pasado de la economía. La respuesta se encontraría en un principio que nunca conoceremos.

Si volvemos a escribir las ecuaciones de ahorro poniéndolas en relación con los salarios y los beneficios que se pagan con cargo al ingreso agregado del periodo anterior, se puede apreciar la relación de la inversión con los beneficios y el ahorro de las familias en dos periodos consecutivos. Sea:

$$(C_t - W_{t+1}) + (I_t - B_{t+1}) = 0$$

$$(C_{t+1} - W_{t+1}) + (I_{t+1} - B_{t+1}) = 0$$

La primera ecuación señala que los beneficios y los salarios que financian la inversión en el periodo $t+1$ están en relación con los ingresos por consumo e inversión del periodo previo. Cuanto mayores sean los salarios en relación al consumo, menores serán los beneficios en relación a la inversión de ese periodo anterior. Si posteriormente se ponen en relación el salario y el beneficio determinado con el ingreso previo de la economía con el consumo y la inversión del periodo siguiente, resulta que si la inversión de este periodo se aleja del beneficio disponible en una cuantía mayor que la diferencia previa, entonces el consumo debe caer por debajo de los salarios, esto implica un consumo menor al del periodo precedente.

El supuesto clásico no tiene en cuenta el efecto potencial que un incremento de la inversión tiene sobre los beneficios de las empresas. No incluye, por otro lado, los condicionantes previos de que debe dotarse al sistema financiero de la economía para que la financiación externa de la inversión sea posible. En la línea de la ampliación propuesta por Minsky en 1957 del modelo clásico de crecimiento, creemos que la ausencia de las finanzas en la expansión implica necesariamente la imposibilidad de la misma. Luego, los modelos del ciclo que omiten el aspecto financiero en su construcción se

contradicen a si mismos, porque afirman la existencia de una expansión económica que los mismos supuestos del modelo niegan.

La separación del volumen de inversión, según nuestra opinión, en cada periodo de las fuentes de financiación disponibles no son compatibles con el supuesto de la economía en crecimiento, y de ahí la contradicción en que incurre el supuesto clásico acerca de la financiación del capital. Proponemos un estudio de la expansión financiera donde, como en la sección 2.3.6, la inversión influya positivamente en el volumen de recursos disponibles para su financiación dentro de un mismo periodo. Para ello será necesario que las ecuaciones de financiación externa se definan, en este caso, para una economía con dinero bancario. Intentaremos poner en relación los resultados obtenidos con las conclusiones de los requisitos financieros de la expansión económica que apuntara Minsky en 1957

Para una economía de dinero bancario establecemos las ecuaciones para la financiación externa del capital como sigue:

- (1) $FE^d = \Delta_B M + \Delta_I FD + PDP_I$
- (2) $FE^s - \Delta_I FD = \Delta_I L + |\Delta_I M|$
- (3) $FE^d(t) = FE^s(t)$
- (4) $(\Delta_I L - PDP_I) + (|\Delta_I M| - \Delta_B M) = 0$
- (5) $\Delta M = (\Delta_I L - PDP_I)$

La ecuación FE^d se modifica, en relación a la anterior (2.3.6), por dos razones. La primera, porque la porción del beneficio global que debe contemplarse en el cómputo de la financiación externa es sólo la que se debe a la inversión del periodo. El pago de intereses de las empresas a la banca por los créditos forma parte del beneficio global del período, al igual que la inversión. Si suponemos que todos los intereses pagados se transforman en consumo, conseguiremos que si bien contribuyen a aumentar el beneficio global, no afecten a la financiación de la inversión. La segunda razón para modificar la

ecuación de financiación de la inversión se debe a la introducción de la financiación directa; a diferencia de lo que sucedía en el caso de la EIP, es ahora una alternativa de financiación externa para la inversión. En cuanto a la financiación indirecta mediante el dinero, ahora bancario, sigue siendo una posibilidad.

La financiación directa incluye un conjunto variado de activos financieros, tales como acciones y bonos de diferentes clases, que incluye el pago de dividendos e intereses. La ampliación del conjunto de activos financieros que los deudores pueden ofrecer a sus acreedores suele considerarse como un elemento que incentiva la inversión. Así como cuando sólo existía dinero como forma de financiación externa de la inversión podemos pensar que algunos acreedores podrían oponerse a un aumento de la cantidad de dinero, porque no les satisface esa forma de mantener su riqueza. Sin embargo, a medida que se abra el abanico de posibilidades de las distintas formas en que se puede materializar la riqueza de los agentes este posible freno a la expansión de la financiación externa de la inversión se verá contrarrestado.

En la ecuación 1, podemos comprobar que si toda la inversión es financiada externamente y de un modo directo, entonces es necesario que las empresas no deseen acumular parte de sus beneficios en forma de dinero y que no haya devolución del principal de la deuda a la banca, bajo el supuesto simplificador de ahorro de las familias cero.

En cuanto a los efectos del uso del dinero bancario en la financiación externa del capital, están resumidos en la ecuación 4. La devolución del principal con cargo a los beneficios corrientes obligará a algunas empresas a financiarse mediante crédito bancario. Es fácil observar que en caso de que ambas magnitudes coincidan la cantidad de dinero de la economía permanecerá invariable (ecuación 5). Si no hay creación de dinero en el periodo, la satisfacción de acumular los beneficios en forma de dinero, obligará bien a financiar

la inversión de algunas empresas mediante la disminución de sus saldos de dinero o bien a sustituir dinero por activos de financiación directa en las carteras de algunas empresas.

La expansión de la financiación directa del capital se produciría de modo progresivo a medida que crece la economía. En los periodos iniciales de la expansión, el volumen de activos financieros es bajo en relación con el flujo de beneficios de la economía y de la financiación interna de la inversión. En el proceso de expansión, por consiguiente, los agentes acumulan activos financieros, no es necesaria la venta de activos para financiar la inversión o satisfacer los pagos de la propia financiación directa, sin embargo, esperamos que los agentes tengan interés en acumular activos financieros tanto en cuanto es una fuente alternativa de conseguir ingresos a los beneficios que sean capaces de procurarse por sus propios medios en un futuro relativamente incierto. Mientras los beneficios mantengan un volumen satisfactorio en relación con los pagos contractuales de los activos emitidos y las necesidades de financiación de la inversión corriente, los agentes no se verán obligados a usar fuentes extraordinarias de dinero, tales como la venta de activos acumulados en el pasado. Incluso podrían dedicar los pagos de balance recibido en adquirir nuevos activos financieros.

No es imaginable un sistema financiero que sustituya completamente el dinero no sólo como un activo deseable en las carteras, sino también como una forma de financiación del capital. Esto sucede en nuestras economías privadas por la definición de su marco institucional. En particular, si la economía ha encontrado algún punto de su historia pasada en el que el uso extensivo de fuentes extraordinarias de procurarse dinero, tales como la venta de activos financieros, ha provocado situaciones de inestabilidad financiera, sucederá que los agentes busquen protección con la acumulación de parte de su riqueza en forma de dinero.

En los momentos iniciales de la expansión económica, mientras el recuerdo de momentos de inestabilidad financiera del pasado esté aún presente, la financiación del capital mediante dinero será una alternativa dominante a la financiación directa del capital. Esto quiere decir que los agentes económicos tienen unos balances muy robustos, en tanto que en su activo los superávits se acumulan en la forma del dinero. Sólo en las relaciones de los deudores con sus bancos existiría un riesgo de impago de los pagos contractuales adquiridos. En este sentido, el banco asume un nuevo papel como agente o intermediario de los acreedores últimos: se convierte en un mecanismo de absorción del riesgo implícito en cualquier proceso de inversión.



TEORÍA KEYNESIANA

“ Assuming that the Central Bank is also the note-issuing authority, the aggregate reserve-resource of the member banks will be under control of the Central Bank, provided the latter can control the aggregate of its note-issue and its deposits. In this case the Central Bank is the conductor of the Orchestra and sets up the tempo. It may be, however , that the amount of deposits created by the Central Bank itself is placed by law or custom outside its deliberate control, being regulated by some rigid rule, in which case we might describe it as an “automatic” system. Finally, it may be that the Member Banks themselves have some power, perhaps within limits, of increasing at will their deposits with the Central Bank or the amount of the notes which they draw out of its note-issuing departments. In this case , sympathetic movements on the part of the Member Banks will gather strength as they go and provide their own food in the shape of increased reserve-resources, with the result that it will be difficult to restrain the inherent instability of the system”²⁵ “

(John Maynard Keynes. *A Treatise on Money*)

²⁵ Si asumimos que el Banco Central es además la autoridad que emite los billetes, las reservas a nivel agregado de todos los bancos miembros del sistema estarán bajo el control del Banco Central, dado que éste pueda controlar el total de sus emisiones de billetes y sus depósitos. En este caso, el Banco Central es el director de la orquesta y marca el tempo. Puede suceder, sin embargo, que la cantidad de depósitos creados por el mismo Banco Central se regule por ley o por la costumbre al margen de su libre albedrío, siendo regulada por alguna regla estricta, en tal caso podríamos describirlo como un sistema automático. Finalmente, podría suceder que los miembros del sistema bancario tuviesen por sí mismos algún poder, quizás dentro de algunos límites, de incrementar a la voluntad sus depósitos en el Banco Central o la cantidad de billetes que ellos pueden retirar de sus departamentos de emisión de billetes. En este caso, movimientos de simpatía por parte de los bancos ganarán fuerza conforme proveen su propio alimento en la forma de una mayor cantidad de reservas disponibles, el resultado será que será difícil restringir la inestabilidad inherente al sistema. [Traducción propia: Keynes (1930): p. 29-30]

En este capítulo se completa la definición del marco institucional de la economía capitalista, iniciada en el capítulo anterior, con la introducción del Estado y *el dinero de Estado*. La creencia de que el origen del dinero está en el Estado caracteriza bajo la etiqueta *cartelista* a quien la mantenga. Esta es la concepción acerca del dinero que mantuvo J.M. Keynes, luego era un cartelista. De ahí que sea oportuno introducir el pensamiento keynesiano al mismo tiempo que el Estado aparece como autoridad en la economía capitalista. Esto no es óbice para que nuestra definición de dinero privado siga teniendo validez tras la introducción del Estado en el escenario económico. La combinación de ambos conceptos de dinero facilitará la definición de dinero endógeno. Uno de los objetivos principales de este capítulo.

El capítulo aborda las conexiones lógicas de la aparición del *Estado* en la forma *dinero* como único deudor válido que se reconoce en ella con el aspecto de *cosa* que toma el dinero como resultado de esa unicidad, el posterior intento de *cuantificarlo* y, finalmente, de *controlarlo*. La contraposición de concepciones casi opuestas del dinero una vez que el marco institucional de la economía se amplía y se hace más complejo nos introduce en la problemática de la definición del concepto de dinero que no existía hasta ahora. En la sección 3.1, establecemos dos visiones opuestas sobre la naturaleza del dinero, la clásica y la keynesiana. Esta última es la visión que corresponde a la HFF.

En la sección 3.2, se estudia una economía donde todo el dinero es *dinero de Estado*. Se trata de un caso extremo, que puede servirnos de referencia para el ideal clásico de expansión financiera, aquella donde toda la financiación externa del capital es financiación directa. Aunque en el supuesto examinado todo el dinero es deuda pública, basta que esta deuda pública corresponda exclusivamente a la adquisición de metales por el Estado, oro, plata, etc., para definir un

sistema monetario patrón oro. Con lo que cumpliríamos otro de los ideales clásicos, nos referimos al dinero exógeno y neutral. Tengamos en cuenta, por otro lado, que si la financiación directa se pudiese materializar en una forma de *acción* pura, donde no hubiesen bolsas en que dichos valores pudiesen intercambiarse, esto es, sin atributo alguno de dinero -liquidez nula-, la estabilidad de la expansión financiera estaría asegurada. Estaríamos, sin duda, ante una economía no capitalista. Posiblemente el objeto deseado por el clasicismo.

Como elemento perturbador en el escenario de la economía de Estado (EE), introducimos, una vez más, la figura de los bancos. Entendemos que el comportamiento bancario está muy extendido en las economías capitalistas, y, por consiguiente, es característico de un grupo de agentes económicos que desborda ampliamente al constituido por los productores de depósitos a la vista o bancos comerciales. Nos basamos en la definición general de bancos que diera Henry C. Simons²⁶. Con la introducción de los bancos comerciales examinamos el efecto de la aparición de la figura de un Banco Central. En particular, cual es la relación entre esta figura y el Estado.

En la sección 3.4, examinamos el dinero desde una perspectiva cuantitativa, lo concebimos como variable económica. Este es el contexto adecuado para discutir bajo que condiciones se puede hablar de un dinero exógeno. Una discusión que es trivial en el caso de la economía de Estado (EE), pero que no lo es tanto para el caso de la economía mixta (EMX), puesto que en ella existen varios tipos de dinero, los dineros son heterogéneos, y uno de ellos, el depósito a la vista, es, además una forma de dinero híbrida. En esta sección, se introducen los conceptos y explicaciones necesarias para justificar la crítica del dinero exógeno en el contexto de la economía con Estado y con bancos. El desarrollo más realista de la naturaleza del dinero

²⁶ Henry C. Simons (1948): p. 172-173

en este contexto institucional más complejo de la economía monetaria (EM) será desarrollada en la sección siguiente, dedicada al dinero endógeno.

Mediante *el dinero endógeno* explicamos, por un lado, como es posible, mediante la capacidad bancaria de los agentes privados, crear formas híbridas de dinero o activos muy cercanos a ellas a través de los cuales se va a introducir en el contexto de una economía con Estado la financiación indirecta del capital que examinamos en las secciones 2.3 y 2.4; y, por otro lado, criticamos la idea del dinero exógeno. La génesis de nuevas formas indirectas de financiación del capital, más o menos próximas a las formas del dinero privado que conocemos, o la creación de nuevas deudas que facilitan el aumento de la financiación indirecta del capital, se encuentra, principalmente, en los mercados monetarios. Examinaremos dos ejemplos de cambios evolutivos en estos mercados: el interbancario y la aparición de nuevos intermediarios financieros, distintos a los bancos, especializados en las cesiones temporales de activos, que pueden sostener durante algún tiempo un proceso de expansión financiera cercano al examinado en 2.4.7

La naturaleza endógena del dinero explica por sí misma la aparición de procesos de fragilidad financiera en el transcurso de una expansión económica, en la medida en que la viabilidad financiera de la empresa va a depender progresivamente, a medida que avance el ciclo, no sólo del estado de los mercados de bienes donde se procura los beneficios, sino, además, de la situación de los mercados monetarios en los que refinancia su deuda. Esta cuestión la examinamos en el estudio de una expansión financiera para una economía mixta de dinero endógeno. Acabamos la sección 3.5 con un breve repaso a las políticas de reforma institucional asociadas a la teoría endógena del dinero y con una crítica a la economía cuantitativa.

Dedicamos el último apartado de este capítulo, sección 3.6, a examinar la teoría de una economía monetaria desarrollada por John Maynard Keynes. Explicamos por qué creemos que el pensamiento keynesiano, y no el clásico, constituye el paradigma en el cual debemos inscribir la hipótesis de la fragilidad financiera de Hyman Minsky

3.1 *El concepto de dinero*

3.1.1 Juegos del lenguaje

Existe una analogía entre el lenguaje y los juegos. Pensemos que la palabra es al lenguaje lo que cualquier elemento de un juego (por ejemplo, tableros, balones, porterías, raquetas, fichas, etc.) es a los juegos. Así como con el tablero y sus fichas se juega al ajedrez o con un balón, el campo y las porterías al fútbol, sucede que en el lenguaje con esta y aquella palabra claramente se hace algo diferente que con estas otras, es decir, que es posible ordenar el conjunto de las palabras del lenguaje de un modo similar al que se hace con los elementos de todos los juegos. Ludwig Wittgenstein, en las *Investigaciones Filosóficas*²⁷, denomina a las distintas agrupaciones de palabras ordenadas de este modo “*juegos del lenguaje*”

A los juegos originales como los de pelota, cartas, tablero, etc., unimos ahora los juegos del lenguaje. Desde que Von Neumann abrió en economía -como Wittgenstein con el lenguaje el

²⁷ Ludwig Wittgenstein (Viena, 1889 - Cambridge, 1951) es la figura más representativa e influyente de la filosofía del lenguaje contemporánea. La primera edición de las *Investigaciones Filosóficas* se hizo en Oxford, en 1953 -dos años después de la muerte del autor. La traducción castellana de la obra es de 1986.

planteamiento en clave de juego del comportamiento de un grupo de agentes económicos, podemos añadir a la serie un nuevo elemento, los juegos de la Economía. Estas manifestaciones diversas del juego en distintas áreas de la realidad invitan a una reflexión sobre la naturaleza de los juegos. Para el economista, hay un juego para un colectivo de agentes económico cuando: (a) el resultado de cualquier acción individual -en ese colectivo- depende de las acciones del resto de individuos de ese colectivo, y por simetría, (b) todo agente en ese colectivo actúa (o debiera) considerando las acciones de los demás miembros de ese colectivo. El juego representa la interacción de los individuos dentro del grupo al que pertenecen.

Si la relación humana en cualquier grupo, y para cualquier miembro, consiste en dar y buscar respuestas en reciprocidad con algún otro, este juego de respuestas recíprocas debe (o debería) contar con un conjunto de reglas por todos conocidas y respetadas; cuando los individuos en el grupo se comunican por uno de los juegos del lenguaje, la ausencia de normas impide la comunicación misma. En general, cada juego tiene una normativa propia que o bien conocen o bien deben aprender todos los jugadores; las reglas del ajedrez no son las del fútbol y el uso de las palabras puede variar significativamente de un juego del lenguaje específico a otro.

Esta diversidad en el uso de las palabras afecta directamente a la manera en que se aprende el significado de las mismas en los distintos juegos del lenguaje. Un caso realmente extraño, difícil de imaginar en otros juegos, es la ausencia de significado de algunas palabras. Quizás porque el juego de lenguaje del que forman parte sea complejo o porque no se ajusta a las reglas que normalmente esperamos guíen este tipo de juegos, el caso es que el significado de algunas palabras es difuso, cuando no imposible de determinar porque comunica sentidos opuestos. La falta de significado es causa de malestar, o al menos lo es para algunos de nosotros. El lenguaje parece incluir en su seno algunos *juegos peligrosos* que es mejor no

jugar a ellos, tal es la conclusión de Wittgenstein en el Tractatus: *“Wovon man nicht sprechen kan, darüber muß man schweigen”*²⁸

Un malestar que los economistas experimentamos con el significado de la palabra dinero. Hyman P Minsky decía al respecto: *“perhaps “money” is really like “corn”, so that its definition must depend upon local custom as well as the problem at hand*²⁹ Según el lugar de los Estados Unidos en que te encuentres, “corn”, unas veces significa maíz, otras avena, otras trigo, etc. Minsky señala con precisión el problema del significado en “money” apelando a una imagen sencilla de la determinación del significado, la de “corn”, si bien la altera a propósito introduciendo en ella elementos extraños, el lugar físico y sus habitantes (New York, Louisiana, Miami, etc.). Sencillez, por un lado, porque el juego del lenguaje en el que suele aparecer una palabra como *corn* es de todos conocidos, responde a la figura del lenguaje de San Agustín³⁰

²⁸ De lo que no se puede hablar, mejor es callarse.[Wittgenstein (1973): p.203].

²⁹ “Quizás “dinero” es realmente como “maíz”, así que su definición debe depender de las costumbres locales así como de los problemas que se traten. [Traducción propia: Minsky (1967b): p. 267].

³⁰ San Agustín presenta en sus *Confesiones* una figura del lenguaje que, según Wittgenstein, no lo es. Porque no se puede llegar a tener una figura del lenguaje cuando sólo se contempla un juego del lenguaje. Para llegar a tener una figura del lenguaje hay que contemplar en la misma todos los posibles juegos del lenguaje. El juego del lenguaje observado por San Agustín, que es el que tradicionalmente suponemos incluye palabras como “corn”, tiene las siguientes características: (a) la palabra es sonido que trae a la mente un objeto concreto, (b) aprendemos el significado de tal palabra (el objeto que le corresponde) porque alguien ha llamado nuestra atención sobre el objeto al mismo tiempo que pronunciaba esa palabra y (c) no se concibe que existan palabras que no sean de este género. A este respecto señala Wittgenstein que *“en estas palabras (el texto de las Confesiones que recoge la imagen del lenguaje de San Agustín) obtenemos, a mi parecer, una determinada figura de la esencia del lenguaje humano. Concretamente ésta: las palabras del lenguaje humano nombran objetos (...) De una diferencia entre géneros de palabras no habla Agustín. Quien así describe el aprendizaje del lenguaje piensa, creo yo, primariamente en sustantivos como “mesa”, “silla”, “pan” y en nombres de personas, y sólo en segundo plano en los nombres de ciertas acciones y ropiedades, y piensa en los restantes géneros de palabras como algo que ya se acomodará (...) Ese concepto filosófico del significado reside en una imagen primitiva del modo y manera en que funciona el lenguaje. Pero también puede*

Sin embargo, la incorporación metafórica del territorio en la determinación del significado de la palabra “corn”, por otro lado, para poder equiparar su significado con el significado de su imagen (money), cuando en general en ese tipo de palabras ese dato no es fundamental, delata una diferencia esencial en la naturaleza lingüística de ambas palabras; esto es, el juego de lenguaje que tradicionalmente se le atribuye a palabras simples como “corn” no es el de palabras mucho más complejas como “money”, sobre todo, porque el modo en que se nos manifiesta un territorio físico no es el mismo modo en que se nos suelen presentar las representaciones de la realidad de los demás, ni nos afecta del mismo modo.

Por ejemplo, palabras como billetes, monedas, depósitos a la vista, etc. se usan para nombrar objetos que son fácilmente reconocidos por todos nosotros. Podrían, por tanto, emplearse sin más problemas en “el lenguaje primitivo” de San Agustín. Cuando un economista diga “billete” todos debemos traer a nuestra mente un papel de forma rectangular y de bonitos dibujos que se ha estampado en la Casa de la Moneda y Timbre. Si alguno de los interlocutores del economista nunca hubiesen visto uno de esos papeles, este podría sacar uno del bolsillo y enseñárselo. Sin embargo, si un economista nos dice que el billete es dinero, las monedas son dinero y los depósitos a la vista son dinero, ¿qué es lo que pretende exactamente al usar esa nueva palabra?. Si el dinero es una palabra del mismo género que las anteriores, entonces habría que traer a nuestra mente tres objetos en lugar de uno.

Los economistas, en efecto, no la usamos para nombrar objetos, dado que los objetos nombrados no requieren el que vuelvan a serlo: *el dinero es una palabra para palabras y no para objetos sin nombre*. Lo que se pretende es que nuestro interlocutor tenga en su cabeza una idea precisa y no otra sobre la cosa de la que ya conoce el nombre. Se

decirse que es la imagen de un lenguaje más primitivo que el nuestro
[Wittgenstein (1988): p. 17-19].

le solicita una abstracción, pero no para nombrar, sino para permitirle (u obligarle) a elegir una de las varias concepciones que pueda haber sobre la cosa misma. Una idea sobre el dinero que será necesaria para sostener una visión de la economía frente a otras rivales. Crear modelos del mundo y comunicárselos a los demás parece ser, por consiguiente, el juego del lenguaje donde habría que inscribir a palabras del género de la del dinero o más bien que en juegos de ese tipo es donde se usa tal tipo de palabras.

Vamos a denominar a esa idea inmediata que “*nombra*” nuestra palabra (dinero) como su concepto o significado. Vamos a considerar dos ideas diferenciadas del dinero. Una que llamaremos la idea clásica del dinero, donde este es esencialmente un medio de pago generalmente aceptado. La otra que llamaremos la idea keynesiana-circulacionista del dinero, donde este es, sobretodo, un activo y un pasivo financiero. Haremos una exposición de las dos ideas que busca contraponerlas. Los clásicos conciben un dinero atemporal, cosa y neutral. Los keynesianos piensan el dinero en el tiempo, institucional y no-neutral.

Nuestro objetivo no es, por tanto, encontrar las ideas atomísticas que componen el concepto de dinero, como si este pudiese determinarse al margen de la visión de la economía que intenta comunicar, sino abordar el significado de un modo directo y conscientes desde el principio, tal y como indica Minsky, de cuales son las costumbres locales y cual es el problema que está en las manos de los que nos hablan de dinero y que van a pasar a las nuestras.

Cualquiera de las dos posiciones — la clásica o la keynesiana — puede pasar sin problemas el filtro del significado demostrativo del dinero, a saber, es con lo que se paga, así se expresan los precios y recoge un poder general de compra, que podemos ejercer sobre la corriente de bienes y servicios presentes, pero también sobre las futuras. Esto es, la definición del dinero a partir de las tres ideas

atómicas que le subyacen o de los tres atributos que se le presuponen: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Lo que indica no sólo la neutralidad de este tipo de definiciones, sino también su debilidad para establecer la esencia del dinero.

3.1.2 El dinero sin tiempo, cosa y neutral

La explicación de la idea de medio de pago común apela tradicionalmente a una representación ideal del mundo³¹. Este se concibe como un conjunto de individuos que intercambian mercancías. Se describe el suceso más sencillo de este mundo como el intercambio directo de mercancías o trueque. Este se produce gracias a que los dos agentes económicos implicados en el trueque tienen deseos de comprar y de vender compatibles; para cualquiera de ellos es cierto que lo que él mismo desea comprar es lo que el otro desea vender. Esto implica que cada uno puede pagar con lo que tiene o que cada uno acepta del otro como pago lo que vende. Es decir, el trueque manifiesta que no hay un medio de pago común que sea usado por esos dos agentes para eliminar sus excedentes.

Cuando la economía se piensa de este modo, como un conjunto de agentes que intercambian mediante trueque, existen medios de pago: son los bienes o factores propiedad de los agentes, por tanto, sus recursos naturales o últimos. Si bien tales medios de pago no son ni generalmente aceptados ni ofrecidos, esto es, cualquier mercancía en venta es también medio de pago: cada individuo paga con lo que

³¹ Véase, por ejemplo, *Economía* (16 edición) de Paul Samuelson y W. Nordhaus, 1999. En la pág 464, deriva el sentido del dinero a partir del trueque, dando más tarde la siguiente definición: "El dinero es todo lo que se acepta normalmente como medio de cambio. El concepto más importante es el de dinero para transacciones o M1, que es la suma de las monedas y los billetes en circulación que se encuentran fuera de los bancos más los depósitos a la vista. Otro importante agregado monetario es el dinero en sentido amplio (llamado

tiene, sin que esté obligado a utilizar en sus pagos la misma mercancía con que hayan pagado los demás.

Se contempla, y se introduce, no obstante, una situación misteriosa en el mundo del trueque que causa asombro: la posibilidad de que dos agentes que usan como *práctica habitual de comercio* el intercambio directo de mercancías, para quienes esto último (el trueque) recoge toda su intencionalidad económica, al encontrarse cara a cara no tengan deseos compatibles. El medio de pago de al menos uno de ellos no es aceptado por el otro. Situación que se denomina y se conoce por incompatibilidad de los deseos de los participantes en el intercambio. El trueque, que se nos enseñó primero como intercambio real, resulta ser poco después una *mecánica fallida de intercambio que le impide realizarse*. El trueque se niega a sí mismo.

Los individuos que habitan este mundo ideal aprenden (como en verdad, según nos dicen, tuvieron que hacerlo los hombres en un tiempo primitivo de su historia) que intercambiar mediante trueque es un error y corrigen su conducta. En lugar de usar sus mercancías como medio de pago de sus compras (que dependerá de que los otros lo deseen) o de aceptar las mercancías de los otros (sólo las que desea) como medio de pago de sus ventas, aceptará como pago a sus ventas (como forma de pagar sus compras) una mercancía que en sí misma no tiene por qué parecerles deseable. No se nos dice cómo, pero todos los individuos se comportan del mismo modo. En esta nueva situación, todos los individuos pagan las mercancías que compran de los demás utilizando la misma mercancía, esto es, hay un medio de pago que es generalmente aceptado por todos los vendedores de mercancías y usado por todos los compradores.

Con la introducción de un medio de pago generalmente aceptado en esta economía, léase un medio común de pago o la

M2), que comprende activos como las cuentas de ahorro, además de las monedas, los billetes y los depósitos a la vista”

obligatoriedad de que todos paguen con lo mismo, sólo existe un tipo de intercambio en el que, al igual que en el trueque, se puede decir que los dos individuos que participan en la transacción están pagando, pero, en ese caso, el intercambio es en sí mismo inútil, porque los agentes venden y compran lo mismo: dinero-mercancía. En todos los demás casos, todos los intercambios se conciben del mismo modo: un agente paga (el que compra) y el otro es pagado (el que vende). Esa mercancía que aparece en todas las transacciones, lo que es común en todas ellas, es lo que en este mundo se reconocería como *dinero*.

Como refuerzo o apoyo de la argumentación misma, suelen presentarse una serie de ejemplos ilustrativos adjuntos a ella, casi todos sucesos reales. Así, Samuelson (1999) da como ejemplo de trueque y de sus inconvenientes un suceso que relató Stanley Jevons en, según ese autor, “uno de los primeros libros sobre el dinero” Se trata en dicho caso de una cantante que en un lugar lejano (Society Island) a su residencia habitual (París) recibe como pago a sus canciones animales y frutas, y donde los animales antes de llegar a París deben alimentarse con la fruta. R. A. Radford (1945) da como ejemplo de una economía de trueque, que introduce finalmente el dinero mercancía (los cigarrillos), el de un campo de prisioneros de guerra, se está refiriendo, efectivamente, a uno de los que existieron en su tiempo. En este tipo de ejemplos, las experiencias a las que se enfrentan los individuos que intercambian son extraordinarias y, sin embargo, no se da suficiente cuenta de ello. Los individuos de los dos ejemplos anteriores son sujetos a los que se les saca de su sociedad, de su hábitat, para introducirlos en un mundo que les es del todo ajeno y extraño.

Admitamos que, en efecto, el dinero-mercancía puede darse en algunas situaciones reales, pero debe señalarse que no se trata de casos ordinarios o economías normales. En los ejemplos que se ofrecen como ilustraciones del dinero mercancía y del trueque más

bien todo, o casi todo, es excepcional. Siempre nos quedará la duda, por otra parte, de si el fenómeno observado no admite otra interpretación alternativa, más plausible, o si la descripción es completa o, por el contrario, faltan en la misma elementos esenciales para la total comprensión del fenómeno que se presenta. En las sociedades más antiguas, y desde luego en las capitalistas, no parece que el trueque haya sido la forma general o habitual de comercio característica en ellas. Admitiremos, por tanto, que sólo en situaciones extremas esta forma de comercio pueda existir. Podemos decir, con bastante confianza, de nuestro dinero, y del dinero desde su introducción en la sociedad, que no es ninguna mercancía. Es una falacia afirmar, dice Mitchell Innes en su artículo de 1913, "*What is money?*", que haya existido mercancía alguna que en sí y por sí misma haya sido considerada en una economía real, ya sea del presente o del pasado más remoto, un medio común de pago, esto es, dinero. Creemos que la tesis de Innes es correcta.

El uso del trueque, sabiendo que es una práctica errónea, da al hombre que lo emplea la imagen de ser obstinado y, por consiguiente, irracional; y nos despierta la misma extrañeza que el comportamiento de aquellos hebreos que, según la Biblia, teniendo conciencia y constancia del castigo divino inmediato por la violación de su ley, sin embargo, pecan.

En una economía donde no hay trueque, es decir, donde los individuos no intercambian sus mercancías directamente, está a la vista de todos que un individuo vende su mercancía a cambio de otra cosa de naturaleza diferente a lo que entrega; cosas que además tienen nombre, son nuestras monedas, billetes o depósitos a la vista. Podía haberse, en consecuencia, abierto una investigación respecto a la naturaleza del elemento extraño en el intercambio observado sin apelar al hecho extraordinario del trueque -el intercambio donde se intercambian elementos genéricamente iguales, que es no observado y es lógicamente fallido porque se niega a sí mismo.

Si se hubiese buscado la naturaleza del dinero en la experiencia del dinero, con un fundamento empírico sólido, no se habría llegado así a la idea del medio de pago general. Porque no es lo mismo usar un billete que un depósito a la vista, son objetos diferentes, o porque las transacciones que realizan los bancos entre ellos no usan el mismo dinero que las que realizan familias y empresas entre sí, no es correcto decir que el dinero es el medio generalmente aceptado y usado en el pago.

Aunque el medio de pago no fuese generalmente aceptado, sin embargo, todavía se puede investigar qué es lo que tienen en común todos esos elementos extraños que aparecen en los intercambios que efectivamente son observados, cual es su esencia o su ser. El abandono de la investigación empírica o su manifiesta insuficiencia, nos conduce a pensar que en la explicación del dinero a partir del trueque, este no pasa de ser una idea pura, más próxima a la Mitología que a la Ciencia.

Efectivamente, el dinero mercancía es un instrumento puro: aunque, en principio, parece un avance porque evita los inconvenientes del trueque, en realidad, no lo olvidemos, lo que desean los agentes es intercambiar sus mercancías y han aceptado el medio de pago sólo por conveniencia y como corrección del error de intentar alcanzar su deseo directamente. El dinero no es deseado, eso es lo que se quiere destacar. Es ese paso intermedio por el que debe pasar cualquier individuo que quiere trocar sus mercancías por las de los demás. El dinero como medio de pago común, en conclusion, incluye una idea a asociar con lo que así se designe, a saber, un instrumento no deseado en sí y aceptado por conveniencia, y una visión de la economía como conjunto de individuos deseosos de intercambiar sus mercancías por las de los demás que se encuentran con un pequeño inconveniente en su intento.

Quizás puedan existir mundos así, pero en el nuestro parece que los individuos proceden más bien a la inversa. Un mundo donde, según Dillard (1955), se confirma el punto de vista del *mercantilismo*:

“Max Weber, con su profundidad característica, describió el mercantilismo como portador del punto de vista de la industria capitalista a la política. La riqueza real (stocks de mercancías) de las empresas individuales sólo consiguen el reconocimiento social cuando aquella se vende, esto es, cuando se convierte en la riqueza no real de la sociedad (dinero). La riqueza real social (stocks de mercancías) solo será producida si existe la expectativa de transformarla en riqueza social no real (dinero). En resumen, lo que es “real “ para las sociedad es “no real” para el productor individual ; y lo que es “no real “ para la sociedad es “real “ para el productor individual”³²

3.1.3 Definición circular del dinero

Cuando lo que se señala es un intercambio de elementos heterogéneos, donde una cosa del género “mercancías” se cambia por otra de un género diferente (que se nombra dinero), la descripción del fenómeno observado como la mitad de un trueque es incompleta. No porque falte la otra mitad que sumada a esta completaría un trueque, la mercancía que vendió el comprador actual y la mercancía que va a comprar a continuación el vendedor actual, sino por eso: porque siendo la mitad de un trueque elimina de la transacción actual el dinero. Para que el observador vea un trueque de mercancías donde sólo hay elementos del trueque dispersos y separados, la relación del comprador con el vendedor en el intercambio actual debe durar tan poco como para que no contemple la conexión personal y social que surge entre ambos de dicho encuentro, y que es resultado de que uno de ellos ha entregado al otro dinero.

Tanto en la economía sin medio de pago común como en la que tiene dinero mercancía, todos los intercambios son observados como

³² Versión española: Kurihara [ed.] (1964): p. 30

el mismo fenómeno: los agentes que participan en los mercados no establecen relaciones duraderas entre ellos, son átomos independientes los uno de los otros. Por eso, la economía donde las mercancías se intercambian mediante trueque y la que usa dinero mercancía son, desde nuestro punto de vista, idénticas. Como el trueque es el prototipo de intercambio en que no hay nada más que intercambio, representa el intercambio puro absoluto, denominaremos a cualquier intercambio del mismo tipo "absoluto" como *trueque*, incluso aunque emplee medio común de pago o cualquier objeto que por esa razón se denomine dinero, ya sea mercancía o moneda fiduciaria. Es decir, aunque el fenómeno sea presentado a la conciencia de una vez o en dos o tres partes, siempre es el mismo fenómeno. En consecuencia, cualquier economía en la que el dinero no es otra cosa que un medio común de pago, no existe ese algo más, nos referiremos a ella como *economía de trueque*.

Ese algo más que da el dinero en el intercambio es una relación personal duradera entre las partes que se encuentran; la cual es posible no gracias a la existencia de un medio común u obligatorio de pago sino al reconocimiento de una deuda, es decir, a la extensión de una parte a la otra de un crédito. Tal crédito es también, para alguna de las partes, una obligación de ejecutar una venta en un plazo más o menos próximo. Que puede o no puede cumplirse. Esto último implica inevitablemente que los agentes viven en el *tiempo*. Si el dinero se manifiesta en algún objeto concreto y material, moneda, billete, metales, etc. estos no tienen en cuanto dinero otro carácter que de servir de símbolos de la relación crediticia que ha permitido la transacción. Es sólo por esto que esos objetos son diferentes a la mercancía que circula de la mano de un individuo a la de otro.

El dinero es y ha sido siempre, dice Mitchell Innes, crédito, por tanto, reconocimiento de una deuda; de ahí que le podamos considerar un tipo particular dentro de la clase de los activos financieros. El dinero no tiene, por consiguiente, más esencia que la

de ser deuda; del dinero-crédito se puede derivar la idea de que es el medio de pago común, si bien decir que en las economías monetarias se paga con deuda, que este es el medio generalmente aceptado de pago, deja sin sentido alguno la importancia del hecho de que es usado por todos: es evidente, por un lado, que en el nuevo marco conceptual no podía ser de otro modo, y, por otro, que no hay razón para que el crédito que otorgan distintos individuos se considere como algo que es común.

Mitchell Innes (1913) ha expuesto con gran lucidez la tesis de que la economía de trueque, entendida como aquella que no usa el crédito en sus transacciones, nunca ha existido en el mundo real:

“ The labors of modern archaeologists have brought to light numbers of objects of extreme antiquity, which may with confidence be pronounced to be ancient tallies, or instruments of a precisely similar nature; so that we can hardly doubt that commerce from the most primitive times was carried on by means of credit, and not with any “medium of exchange”³³

Asombra, por consiguiente, que los economistas hayan pensado que en los estadios primitivos de la humanidad, en sociedades donde había división del trabajo y, en consecuencia, comercio y mercados, los agentes económicos no usasen, sin embargo, instrumentos financieros para organizar su comercio, cuando es lógico pensar que el dinero mercancía en la práctica es tan poco válido para organizar el comercio en una economía de propiedad privada y división del trabajo como el intercambio directo de mercancías. No obstante, la economía clásica tiene como uno de sus supuestos fundamentales que el trueque existió en las sociedades primitivas. A este respecto, declara Mitchel Innes: “*that it may be*

³³ La labor de los arqueólogos modernos ha traído a la luz numerosos objetos de gran antigüedad, los cuales con cierta seguridad se pueden denominar procedimientos de contabilidad primitivos, o instrumentos de una naturaleza muy parecida; así es que difícilmente se puede dudar de que el comercio desde los tiempos más primitivos se desarrolló por medio del crédito, y nunca con un “medio de intercambio” [Traducción propia: Innes (1913): p. 394-395].

said without exaggeration that no scientific theory has ever been put forward which was more completely lacking in foundation"³⁴ Aún hoy se sigue ilustrando la naturaleza del dinero y de la "realidad" de la economía a través de situaciones extrañas donde los agentes practican el trueque, cuando más bien habría que pensar que actúan de ese modo porque de alguna manera les está prohibido el uso del crédito como forma de pago.

Esta es una cuestión empírica fundamental que debiera afectar directamente a esa creencia en que alguna vez las sociedades primitivas comerciaron de un modo continuo mediante la trocabilidad directa de mercancías: primero trocando todas contra todas y luego todas contra una. Es decir, a nuestro parecer afecta negativamente a la validez del juego de lenguaje que fundamenta el concepto del dinero en el trueque y todo lo que de él se deriva. Principalmente, su visión de la "realidad" económica. El dinero-crédito debe ser, a mi parecer, el suceso económico elemental que tome como referencia la construcción de la idea del dinero como activo.

El *dinero-crédito* ha provocado paralelamente modificaciones en el lenguaje económico, generando nuevos nombres del dinero que lo han liberado de su concepción clásica. Esto ha sucedido en la lengua inglesa, más avanzada en este punto que la nuestra; porque ahora le ha ayudado y no perjudicado el hecho de que no escriba fonéticamente. Lo que le permite crear acrónimos sonoros mediante los cuales escribir oraciones completas. Esto permite a los economistas que usan el inglés como lengua, nombrar el dinero como crédito y deuda de una manera inequívoca y diferenciada respecto a su idea rival.

³⁴ Se puede decir sin exageración que no ha habido nunca teoría científica conocida que haya sido expuesta con la ausencia más completa de fundamentos [Traducción propia: Innes (1913): p. 382-382].

El dinero es el reconocimiento de deuda de un agente económico “yo” a otro “tú” o la “palabra” fehaciente de que “yo te debo”; pero, esta deuda debe entenderse como una condición: *si tú lo aceptas como pago a las mercancías que me vendes, yo en reciprocidad lo acepto como pago de tus deudas conmigo*. Es decir, la mercancía esta pagada, pero la deuda, esto es, el dinero, no lo está. El dinero sólo se paga con dinero.

En inglés, las tres vocales “*IOU*” significan “yo te debo”, pues su sonido equivale a la expresión “I owe you” Pues bien, este “yo te debo”, su acrónimo en inglés “*IOU*” es la palabra que como “money” o “dinero” intenta decir algo de todas esas otras palabras que como moneda, billete o depósito tienen valor nominativo, y para las cuales queremos que el individuo asocie una idea determinada: la idea de crédito y deuda que pensamos es la esencia o ser de esos objetos; y que será el fundamento para construir la idea de dinero como activo, esto es, de uno de los elementos constituyentes de la visión keynesiana de la economía monetaria.

El hecho de que un individuo intercambie sus mercancías por un IOU, tomando una posición acreedora sobre la otra parte de la transacción es el punto de partida en el análisis de la circulación del dinero creado desde y en ese momento. En su proceso vital, como un círculo que se dibujara a sí mismo dado uno de sus puntos, el dinero sale de un origen para retornar al final de su vida de nuevo a él; la teoría que estudia el dinero como proceso vivo, entidad que nace y muere, es lo que llamaremos *circulacionismo*. Esa es la naturaleza del dinero-crédito; porque la pregunta de quien emite el IOU, es decir, crea el dinero y se hace deudor en tal acto, nos remite a saber en qué consiste su obligación con la otra parte (cómo se libera de su deuda) y esto, a su vez, a preguntarnos por cuando se destruirá el dinero (que sucederá cuando efectivamente se libere de su deuda). El dinero sigue un ciclo al final del cual se completa su

proceso de retorno: desde su creación está obligado a su destrucción siguiendo un círculo perfecto.

La circulación del dinero se establece según las normas sociales y el poder, esto es, institucionalmente. En la economía sin Estado del capítulo anterior, en su versión igualitaria perfecta, por ejemplo, cualquier familia o empresa podía emitir IOUs (decíamos que la velocidad de circulación era uno) y la liberación de la deuda monetaria se producía mediante un proceso de negociación multilateral que hipotéticamente acaecería en la cámara de compensación, suponemos que hay una circulación de las deudas de unas manos a otras hasta que se confronten dos agentes que se deben mutuamente por un mismo valor, cada uno paga su deuda en el momento que cada uno reconoce que el dinero que ha emitido lo acepta como pago de las deudas que los demás tengan con él. En ese momento de la liquidación, cada agente compra su dinero usando para ello el dinero de los otros que ha conseguido gracias a las ventas de sus mercancías. Esta compra equivale a destruir su dinero.

Ampliaremos este argumento circulacionista preliminar para un conjunto mayor de instituciones monetarias que incluyen la figura de la autoridad, bien sea en la forma pura del Estado o bien en la figura híbrida de un Banco Central, en un intento de obtener progresivamente los sistemas monetarios más complejos y próximos a partir de las formas más sencillas del dinero.

3.2 Economía de Estado

Con la aparición del Estado en el marco de una economía privada igualitaria, formada exclusivamente por familias y empresas, no sólo introducimos desigualdad entre los agentes que la habitan, como ya sucedió al introducir a los bancos, sino que tal desigualdad

entre Estado, por un lado, y familias y empresas, por otro- se define como la máxima posible.

3.2.1 Dinero de Estado

La economía de Estado la concebimos como la antítesis de la economía privada, porque sólo el Estado goza de la facultad de emitir dinero. Llamemos a éste *dinero de Estado*. La definición de este tipo de dinero y la determinación de sus implicaciones financieras sigue un esquema análogo al desarrollado en el capítulo 2 de la tesis para la EIP

El *dinero de Estado* sustituye al dinero privado porque, una vez más, familias y empresas no se conceden crédito entre sí en forma de dinero. Una circunstancia que puede deberse, por ejemplo, a la prohibición del Estado de que los agentes privados puedan emitir dinero. El resultado inmediato será que la expresión del dinero de Estado sólo incluye como deudor al Estado, nunca a una familia o empresa. Esta forma de dinero tiene, por consiguiente, una expresión idéntica a la del dinero bancario, porque el resultado de la intermediación bancaria también eliminó a las familias y empresas como deudores reconocidos en el dinero privado. Pero el Estado no es un banco. La relación binaria, Boa , que expresa la forma del dinero bancario, donde B es el banco y a cualquier familia o empresa, será la expresión del dinero del Estado si sustituimos la figura del deudor, el Banco, por la del Estado.

En su expresión como relación binaria, Eoa , donde la figura del deudor E es única y sólo la figura del acreedor a es variable, *el dinero bancario* y el *de Estado* son iguales. Por consiguiente, el modo de circulación de este dinero en el nivel privado, entre las cajas de familias y empresas, también coincide con la forma bancaria. Sin

embargo, los momentos de circulación de esta forma de dinero, su creación y destrucción, son completamente diferentes.

La destrucción del *dinero de Estado*, a diferencia de lo que sucedía con el dinero bancario, se ha de producir sin que dinero alguno emitido por familias o empresas, por tanto, en el que aparezcan familias o empresas como deudores del Estado, llegue al Estado. Es decir, la posibilidad de emisión de dinero de las familias y empresas hacia el Estado no se contempla. Con la introducción de bancos se había ya eliminado la posibilidad de emisión de dinero de familias y empresas hacia las cajas de sus iguales. Pero no sucedía lo mismo para los flujos de dinero que circularan entre las cajas de las familias y empresas, por un lado, y la de los bancos, por el otro. Esto es, entre los no iguales. Por esta situación nueva del dinero de Estado decimos que el grado de desigualdad entre Estado y agentes privados, familias y empresas, es, desde el punto de vista del dinero, el máximo posible. El Estado no da crédito a los agentes privados, mientras que si les obliga a que se lo den a él. Se trata, en resumen, de un hecho anómalo para una concepción circulacionista del dinero.

Cualquier emisor de dinero debe usar el dinero de los otros agentes, ya sean sus iguales o no, con posterioridad a la emisión del suyo, para “comprar” su dinero, esto es, para destruirlo. Tengamos en cuenta, además, que el dinero sólo es aceptado por los otros, por tanto, que puede ser creado, si su destrucción posterior es segura. Si, en la economía de Estado, no llega dinero emitido por las familias y empresas a la caja del Estado: ¿Cómo puede el Estado destruir su dinero?. Y, por ende, ¿Cómo puede crearlo?

Si el Estado, como es lógico suponer, no realiza ninguna actividad empresarial relacionada con la producción, ya sea de bienes de consumo o de capital, entonces la manera en que este puede conseguir que las familias y empresas se endeuden con él -condición necesaria para que su dinero sea aceptado, pues se puede destruir- no puede derivarse del intercambio de mercancías, tal y como sucede

entre los agentes privados. Y puesto que no es un Banco, tampoco del intercambio de dinero con familias y empresas. La única solución factible es que el Estado *imponga* de un modo directo dicha deuda a las familias y empresas.

Esa deuda introduce en la realidad del dinero una ficción de un nivel muy superior a lo que hemos contemplado hasta el momento, lo que no quiere decir que el Estado no ofrezca una serie de bienes públicos; pero dado que estos bienes públicos no se perciben por las familias y empresas con la misma realidad que los bienes que compran en los distintos mercados para su consumo, bien puede suceder, al menos para algunos agentes privados, que tales bienes no sean valorados en absoluto; y, sin embargo, eso no les libra de su deuda con el Estado. La ficción admite grados, pero será completa si hay corrupción en el Estado; ya que en tal caso no existirá contraprestación alguna entre la deuda impuesta y los bienes que se dice ofrecer³⁵

En la figura 3.2.1-1 recogemos un esquema de los dos niveles de circulación del dinero del Estado. Por una lado el privado, formado sólo por familias y empresas. Y, por otro lado, el nivel donde relacionamos las cajas de agentes privados con la caja del Estado. Es en este último nivel donde situamos los momentos de creación y destrucción del dinero de Estado. La imposición de una deuda sobre las familias y empresas, $(a,b) \circ E$, lo representamos en línea discontinua. Señalando así que equivale a una emisión de dinero desde las familias hacia el Estado. El momento de destrucción de este flujo de dinero imaginado, $-(a,b) \circ E$, se representa también en línea discontinua, puesto que no deja de ser un proceso imaginado. Sin

³⁵ El intercambio, dice G. Simmel [(1900): p. 75], sólo aparece tras un proceso cultural que enseña a los individuos a restituirse los unos a los otros por las pérdidas sufridas, situación que no existía en periodos primitivos de la humanidad, donde el robo era una práctica habitual de conseguir la propiedad sobre las cosas.

embargo, la creación de dinero de Estado, $Eo(a,b)$ y su destrucción, $Eo(a,b)$, se han dibujado con línea continua, señalando con ello que hay una forma reconocible que los sostiene. Como en cualquier otra forma de dinero, ambos círculos se implican necesariamente entre sí.

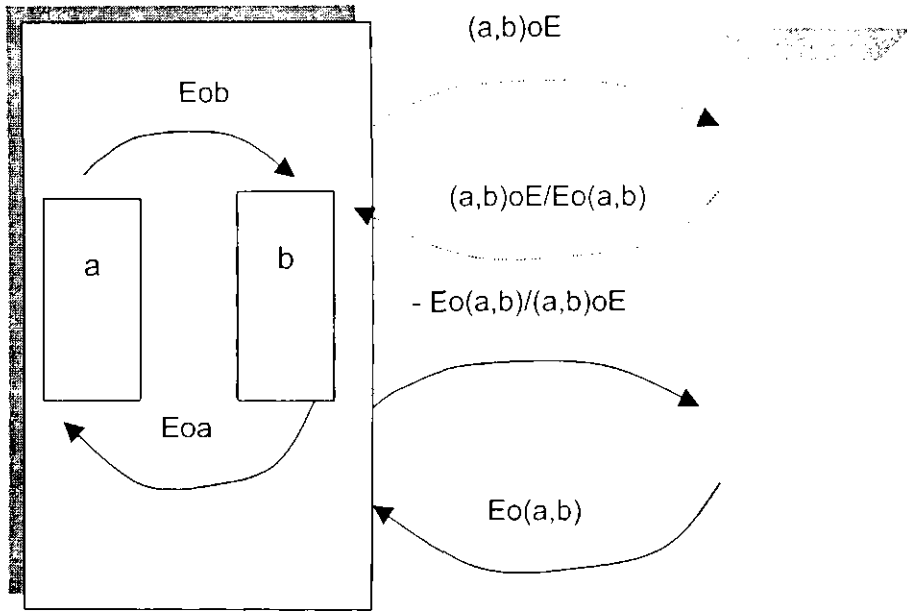


Figura 3.2.1-1 . Esquema de la circulación del dinero de Estado

Como vemos en esta figura, el Estado impone una deuda ficticia (aunque la ficción admita grados) a los agentes privados. El Estado se libera de su deuda cuando familias y empresas presentan al Estado el dinero que este ha emitido, y que está en su poder en el momento en que las deudas de todos, Estado y familias, tengan que ser liquidadas. Es entonces cuando el Estado acepta el dinero que ha emitido como pago de las familias y empresas por las deudas que tienen hacia él, pero no olvidemos que esa deuda ha sido impuesta y no es el resultado de una concesión de crédito alguno del Estado a las

familias. El Estado no tiene ningún (a,b)◦E de los agentes privados en el momento de liquidación de deudas. Como hemos señalado, la relación del Estado y de los agentes económicos privados es asimétrica, o de desigualdad máxima.

La deuda de las familias y empresas hacia el Estado, como es bien conocido por todos, son los *Impuestos*. Un nombre que indica por sí mismo el carácter de la deuda. Si atendemos al carácter monetario de los impuestos, se observa que el poder del Estado es inmensamente mayor que el de cualquier agente económico en la economía privada, porque además de tener una participación directa en la creación de su dinero, la tiene sobre las emisiones hipotéticas de dinero de sus acreedores, familias y empresas. Este poder creciente y concentrado en un agente concreto de la economía, en este caso el Estado, sobre los flujos de dinero altera la naturaleza del dinero en una dirección particular, la de su cuantificación, primero, y su control, después. Una dirección, según creemos, tanto más difícil de sostener en tanto más lejos esté el dinero de la forma *de Estado*, y, por tanto, más próxima esté a su expresión originaria *privada*.

El uso del *dinero de Estado* en la esfera privada de las familias y empresas, como vemos en el cuadrado de la izquierda de la figura 3.2.1-1, da una imagen del dinero de Estado semejante a la del dinero bancario. Si bien hemos supuesto, a diferencia de la figura 2.4.1-1, que el flujo de dinero va directamente de la caja de un agente *a* otro agente *b*. La sustitución del *dinero privado* por el *dinero de Estado* en los mercados de bienes y factores es un hecho curioso, dado que la relación de deuda y crédito donde se emplea el *dinero de Estado* incumbe exclusivamente a dos agentes económicos privados, el Estado no tiene ninguna relación directa ni en esa transacción ni con los agentes económicos privados que allí se han encontrado. Para el comprador de una mercancía, el *dinero de Estado* es un antifaz que cambia su figura, de ser una familia o empresa se convierte en el Estado mismo. Pensemos que el vendedor concede el crédito al

Estado y no al agente privado al que, sin embargo, le entrega sus mercancías.

Se podría hablar de una intermediación del Estado en la circulación del dinero entre los agentes privados, familias y empresas, pero sólo porque hay una suplantación del personaje privado, quien debía emitir su dinero, por parte del Estado. Pero no porque haya por parte del Estado la intención de intermediar como agente, esto es, como un representante de la familia o la empresa. El banco, por eso, sigue siendo un agente privado, y, sin embargo, el Estado no puede serlo. El Estado es una autoridad.

Toda intermediación en los flujos de dinero privado entre cualquier par de agentes económicos *a* y *b*, como ya sucedió con los bancos, imprime a la forma del dinero resultante, que sustituye a la forma primigenia del dinero, el carácter de cosa. Y oculta, por consiguiente, su carácter de relación entre personas: su naturaleza circular. Hemos demostrado que la intermediación del Estado en la esfera privada es más fuerte que la de los bancos, y, por consiguiente, dicha circunstancia se va a manifestar en el grado en que el dinero del Estado se parece a una cosa. El dinero de Estado suele manifestarse bajo formas materiales que son asequibles a los sentidos, como el tacto y la vista, que más determinan la apariencia de cosa a la realidad que los provoca.

El dinero de Estado (alguna veces, bajo la forma de dinero del Banco Central) crea las imágenes físicas del dinero cuando usa para expresarse los metales, las monedas, o el papel con dibujos y colores los billetes. Refuerza la materialidad del dinero así presentado el hecho de que se use en las transacciones cotidianas en las que las sumas de dinero implicadas son mínimas, porque al ser mayor la frecuencia con la que el agente participa en esas transacciones mayor es su contacto con esa forma del dinero. Es un hecho constatado en Europa que si bien la *moneda* de los países de la unión es el euro, sin embargo, al carecer aún de la materialidad que imprimen las

monedas y los billetes a las formas del dinero y, por tanto, del contacto físico, los europeos no perciban a dicha *moneda* como su dinero, sino a la antigua (la peseta española, p.e.), que ya no existe, pero que conserva aún presencia material.

A través de esta imagen, aprendemos, y así se nos enseña, que el dinero *circula* de mano en mano (que se puede tocar). Como ya hemos indicado, ese proceso de circulación no responde al concepto de círculo del dinero, porque tanto su origen como su final se escapan a la vista del observador; esto es, no existe un circuito cerrado al proceso de circulación que se señala. Al contrario, cuando así concebimos la circulación del dinero, éste circula infinitamente y sin forma definida, sin que tenga un punto inicial adonde deba retornar, lo que refuerza su carácter de cosa, que es lo mismo que decir su concepción como stock frente a la de flujo. Sólo se admite un límite: el número de veces que puede pasar de una mano a la otra en un intervalo de tiempo fijado arbitrariamente.

3.2.2 Dinero para el Estado

El poder del Estado sobre el dinero tiene dos presupuestos que conviene resaltar. El primero es que el Estado define lo que es dinero y lo que no es dinero. Y el segundo es que el Estado tenga el control absoluto de los dos momentos de la circulación del dinero que haya definido, es decir, de su creación y de su destrucción. La economía de Estado es el contexto institucional donde este poder del Estado es máximo. Cómo veremos, la capacidad del Estado en materia monetaria se pierde de modo progresivo a medida que la economía se aleje de estos supuestos básicos de la economía de Estado. En este sentido, es conveniente resaltar el por qué de este poder del Estado en estas circunstancias extremas.

En lo que respecta a la definición de qué es dinero, hemos supuesto que el Estado ha definido que su dinero, el *dinero de Estado*, es el dinero, *el dinero para el Estado*. Creemos que esta identificación es fundamental para que el Estado tenga un control absoluto, como es su aspiración, sobre el dinero. Esta distinción fue explicada por J.M. Keynes (*Treatise on Money*, 1930) como oposición entre dos conceptos, el de dinero-objeto frente al de dinero-título. En nuestra adaptación de ambos conceptos al contexto circulacionista, el dinero-título es el dinero para el Estado, y es lo que el Estado dice que es dinero y, por ese acto, lo reconoce como tal y como propio. Mientras que el dinero de Estado, que responde a una definición circular del mismo, es el que emite y crea el Estado, sólo es una forma más de dinero-objeto. Como veremos ambas figuras no tienen porque coincidir. El título de dinero no tiene por qué recaer necesariamente sobre el dinero que crea el Estado. De hecho, lo más natural en las economías reales es que no coincida en absoluto, o que coincida parcialmente, compartiéndolo con otras formas de dinero-objeto.

Examinemos ahora el poder del Estado sobre los dos momentos del dinero, su creación y destrucción. Si el dinero para el Estado es el dinero de Estado, entonces controlará la creación del dinero en la Economía. Y contará con un poder para destruir el dinero siempre que pueda cobrar los impuestos que desee a las familias y empresas. Observemos que creación y destrucción del dinero de Estado son, en la economía de Estado, respectivamente gasto público e impuestos. Sólo puede definir qué es dinero quien tiene el poder impositivo, porque las familias sólo aceptan dinero si con ello pueden pagar impuestos. En conclusión, *la política fiscal es en su totalidad la política monetaria de un Estado que concentra para sí todo el poder sobre el dinero*. El Estado que acabamos de contemplar reúne un poder tanto sobre la creación de dinero como sobre su destrucción. Cuando esto se da decimos que el Estado es una unidad.

Esta intención del Estado de constituirse en un monopolista del dinero puede analizarse desde una perspectiva histórica, política y económica. Puede admitirse como muy probable la hipótesis o *razón histórica* de que el dinero es una creación del Estado desde su origen hasta nuestros días; hay, por consiguiente, un hilo conductor que debe seguirse con atención desde el dinero al poder y viceversa, el que recoge la cuestión política que subyace en el fenómeno dinero. La moneda, por ejemplo, hasta fechas recientes era, junto a la bandera o el himno nacional, uno de los símbolos del Estado. Pero son las razones de tipo económico las que en nuestros días fundamentan la legitimidad del Estado en esta delicada cuestión de política monetaria. Nos referimos a la necesidad de algunos, no siempre economistas, por *cosificar* el dinero, para así poder *cuantificar* y, por último, *controlar* el stock de dinero que hay en la economía en cada momento del tiempo.

La manera en que efectivamente el Estado ejerce su poder monopolista en la producción de dinero, o el cómo da cumplimiento a su papel de emisor esencial del sistema, no se realiza por la vía represiva de la eliminación de las corrientes de dinero privado del sistema monetario -poder que sólo ejecuta en situaciones extremas y causando un gran daño a la economía- sino a través del ejercicio de su derecho legítimo a sancionar y supervisar los procesos de creación de los distintos dineros que el Estado reconoce como legales, que no son sólo los que el crea. Este es un problema complejo que analizaremos siguiendo un desarrollo continuo y progresivo. Será el centro de nuestra próxima discusión sobre el *dinero endógeno*.

3.2.3 Deuda privada y dinero de Estado

El *dinero bancario* y el *de Estado* permiten a cualquier par de agentes privados e iguales entre ellos, *a*, *b*, realizar la compraventa de

mercancías sin necesidad de que una de las partes conceda directamente a la otra un crédito. Cuando no existía dinero bancario o de Estado, esta clase de crédito, que era imprescindible, se definió como *dinero privado*. La extensión del crédito de una parte a la otra se simbolizaba por la relación binaria aob , que se lee b concede un crédito a a . Esta relación terminaba cuando a concedía un crédito a b de igual clase que el primero. El dinero privado se concibe como una obligación de dar al otro el mismo trato que se ha recibido de él. Cumplir con la deuda monetaria es destruir el dinero que la recoge. Dicha destrucción se concebía como la compra de dinero con dinero. Esta operación del dinero privado debía realizarse en un intervalo de tiempo determinado, todo debía transcurrir en un presente.

En el momento de creación del *dinero bancario* en la economía privada, en el plano donde se relacionaban agentes privados y bancos, se incluyó, por un lado, la emisión de dinero de un agente privado hacia un banco, y, por otro lado, la transformación de la deuda monetaria inicial, aob , del agente representativo a en otro tipo de deuda, bajo la forma de crédito bancario. Este crédito bancario podía finalmente desaparecer bajo nuevas formas de crédito y deuda entre agentes privados, o *financiación directa del capital*, que simbolizamos por la relación binaria adb , indicando que a mantiene una deuda con b . Dicha deuda es el resumen de los pagos contractuales de dinero bancario que a satisfecerá a b según un calendario preestablecido.

Si el dinero de Estado se crea a través del gasto público³⁶, entonces nunca sucederá que en esta economía el capital se pueda financiar indirectamente a través del dinero. Para una economía de Estado sin pasado, el dinero se convierte en stock sólo si el Estado

³⁶ En un sistema monetario con un metal de patrón, por ejemplo, el único déficit público (déficit total de caja del Estado) que se admite es el que se deba a la compra de determinados metales, plata, oro, etc. Pensemos en una economía de Estado en la que los impuestos fuesen cero. Para las empresas de la EIP, recordemos, se les tolera déficit de caja para la adquisición de capital.

tiene, en ese intervalo de tiempo, un déficit presupuestario; es decir, que el Estado no retire mediante el cobro de los impuestos el dinero que ha colocado entre los agentes privados con el gasto público que realizó en ese periodo. En estas condiciones, sólo será posible la financiación externa del capital si se tolera la financiación directa del capital entre agentes privados. Es decir, que se tolere la concesión de crédito de unos agentes privados a otros, pero fuera de la esfera de la circulación de mercancías. Estas deudas serán de la misma clase que las que se definieron para la economía privada de dinero bancario.

3.2.4 Evolución financiera de la economía de Estado

Como en la economía de Estado sólo existe financiación directa del capital, la evolución financiera de este tipo de economía es similar a la que se estableció para la economía privada de dinero bancario bajo el supuesto de que el stock de dinero fuese cero. Esto es, que no se emplease la financiación indirecta del capital a través del dinero, que entonces sí era una alternativa financiera del capital. Sin embargo, en este nuevo caso, el stock de dinero no tiene por qué ser cero para que la única alternativa de financiación externa sea directa. Todo el déficit público, bajo el supuesto de ahorro nulo para las familias, se convertirá en beneficios para las empresas. Estas podrán acumular este superávit bajo la forma de dinero de Estado. La ecuación de financiación externa de la sección 2.4.7 se vería modificada del siguiente modo:

$$(1) \quad FE^d(t) = \Delta_B M + \Delta_I FD$$

$$(5) \quad FE^s(t) = |\Delta_I M| + \Delta_I FD + DP$$

$$(6) \quad (\Delta_B M - DP) = |\Delta_I M|$$

En la ecuación (1) se considera que parte de los beneficios que se generan en el periodo se desea mantener en forma de dinero, lo que obliga a que las empresas que invierten deban financiarse externamente por esa cantidad de dinero acumulado, equivale a una situación idéntica a las economías sin Estado del capítulo 2. Sin embargo, como no existe financiación indirecta del capital a través del dinero, no aparece en la ecuación 1 los pagos por devolución del principal con cargo a los beneficios del periodo, que si aparecía en las ecuaciones de las secciones 2.3.6 y 2.4.7. Y el déficit público, en sustitución del crédito bancario, aparece como una de las fuentes de dinero, junto a la disminución del stock de dinero para algunos agentes $|\Delta_I M|$, para los que desean mantener parte de su superávit de caja en forma de dinero. No existe ahora relación directa entre los procesos de creación y destrucción del dinero y la inversión. Desaparecen los créditos bancarios y los pagos contractuales de la deuda, porque no existen bancos.

En la ecuación 6, podemos comprobar que siempre que el déficit público sea tan grande como $\Delta_B M$, no será necesario la reasignación del stock de dinero heredado del pasado entre las carteras de familias y empresas. El deseo de conseguir más dinero de los beneficios del periodo, por ejemplo, a través de la venta de activos financieros heredados del pasado, obligará, en caso de que el Estado no aumente el déficit público, a la reducción del dinero en el activo de la empresa que invierte (sustitución de dinero por capital), por un lado, o con la sustitución en la cartera de los activos financieros por dinero, por otro lado. Es decir, que $|\Delta_I M| > 0$.

Una economía de Estado, donde el stock de dinero de la economía permanece constante durante el auge económico, mientras el volumen de activos financieros crece, presenta una evolución financiera próxima a la descrita por la hipótesis de la fragilidad financiera. Cuando la economía se encuentra en el inicio del auge económico, el stock de dinero de la economía es relativamente

grande si se le compara con el volumen de activos financieros existentes en ella. El volumen de beneficios en esta situación inicial es una fuente normal de dinero que atiende tanto a los pagos contractuales de la deuda emitida, como a la liquidez de estos títulos, esto es, a la posibilidad de los acreedores de convertirlos en dinero cuando deseen.

Como hemos señalado para la economía de dinero privado (EIP, sección 2.3.6), la estabilidad que supone la satisfacción de los pagos contractuales de la deuda en las fases iniciales de la expansión financiera, baja los niveles de incertidumbre percibidos en la economía y estimula el crecimiento de la inversión y de la financiación externa de la misma.

En el caso de que avanzado el proceso expansivo, algunos agentes desearan vender sus activos financieros, sin que dicha acción estuviese acompañada de un aumento de la inversión y de los beneficios correspondientes, por ejemplo, porque el proceso de inversión ha perdido el empuje de sus inicios, la ruptura financiera del sistema se pondría de manifiesto. Los beneficios, como fuente de dinero normal, no soportan ya el deseo de la mayoría de los agentes de procurarse dinero extraordinariamente mediante la venta de activos financieros. Sólo existe una posible fuente de dinero, $|\Delta_1 M(t)|$, que podría contrarrestar la venta de los activos. Esto es, que algunos agentes estuviesen dispuestos a disminuir el dinero existente en sus carteras. Pero como este ha permanecido constante durante todo el proceso de crecimiento económico, nada puede asegurar que hay dinero en un volumen suficiente como para absorber un volumen de activos financieros que, por el contrario, si ha crecido durante el proceso de expansión.

3.3 *Economía Mixta*

No es el objeto de esta tesis discutir sobre los orígenes del dinero, acerca de si el dinero ha nacido en una sociedad igualitaria perfecta, en cuyo caso el dinero original fue *dinero privado*, o si el dinero original fue *dinero de Estado*. Minsky señaló en alguna ocasión que la cuestión fundamental de las economías capitalistas no es el origen, sino su evolución³⁷. Sea cual sea el origen del dinero, más tarde o más temprano, probablemente aparecerán los bancos. Y la aparición de los bancos imprime a la economía en que surgen un desplazamiento hacia la posición central en el espectro que tiene como uno de sus extremos la igualdad perfecta y en el otro la desigualdad máxima. Si los bancos en la economía privada anulan parcialmente la libertad monetaria de algunos agentes privados, su aparición en un contexto estricto de Economía de Estado, anulará, en buena medida, el poder absoluto del Estado sobre el dinero; recuperando para las familias y empresas mucha de la libertad perdida.

3.3.1 Bancos y dinero de Estado

Para el dinero privado, un número muy grande de emisores de dinero, con poca o ninguna relación comercial entre ellos, puede dar lugar a una negociación multilateral para la liquidación de la deuda reconocida en el dinero circulante, supuesto adoptado hasta ahora, compleja y costosa. Para mejorar la eficiencia en el proceso de liquidación o destrucción del dinero, surgen *agentes* específicos que se van a encargar de la gestión del dinero y el mecanismo de pagos: son “los banqueros”. En su origen, el banco puede ser el resultado de un proceso espontáneo y genuino de mercado, sin que a este respecto

³⁷ Minsky (1989 a): pág. 59 [versión en inglés].

haya que atribuir ningún papel particular al Estado. Desde esta perspectiva, el banco es una entidad exclusivamente privada.

Sobre "*la banca*", cualquier agente económico puede concentrar todos sus saldos monetarios acreedores y deudores; la generalización de este proceso de concentración facilita enormemente la liquidación de la deuda de cualquier agente económico con el resto de miembros del mercado. El proceso normal de circulación del dinero privado sufre así una alteración que, sin embargo, y, en principio, no altera su naturaleza. Lo único que debe suceder es que el dinero que los agentes reciban proceda del banco y el que ellos, a su vez, emitan lo reciba el banco, esto es, que el banco sea la fuente y el destino más próximo de todas las corrientes de dinero que entran y salen de la caja de cualquier unidad económica privada.

La aparición de los bancos puede alterar los procesos de creación de dinero al menos en una dirección. Cuando un sistema monetario da libertad de emisión o de creación de dinero a los agentes privados, y aún no han aparecido los bancos, son los propios agentes privados quienes ejercen la labor de supervisión sobre los emisores de dinero: evaluando continuamente la capacidad que tienen los creadores de dinero de destruirlo convenientemente, observando, en consecuencia, la capacidad de cada cual para generar corrientes de dinero de los demás emisores a su favor y estableciendo las oportunas medidas correctoras o disciplinarias para aquellos agentes que incumplan las obligaciones recogidas en el dinero que han creado. Con la aparición de los bancos, esta labor de supervisión se traslada en buena medida de productores y comerciantes a los bancos. Podría suceder, por tanto, en esta nueva situación que los bancos rechazasen emisiones de dinero de agentes privados que en un sistema monetario libre hubieran sido admitidos a la circulación, y al revés, que aceptasen lo que éste hubiese rechazado.

Podríamos suponer que el dinero de Estado aparece en un contexto de dinero bancario privado; la combinación de las dos

formas de dinero definiría un tercer tipo de economía asociada a este tercer estadio evolutivo de la forma del dinero primigenia. Esta economía la denominaríamos Economía Mixta. Una historia del dinero que comprendiera sólo tres estadios posibles de evolución dejaría fuera de la misma la posibilidad de la Economía de Estado. De seguir esta exposición sabríamos cual son los efectos del dinero de Estado sobre una economía de dinero bancario privado, pero no observaríamos el revés de tal situación. Es decir, la incorporación de un sistema de bancos en un contexto de dinero de Estado. El cambio que suceda en la EE con la aparición de intermediarios en el dinero pone de manifiesto, por otro lado, funciones de la banca que de otro modo no podrían apreciarse. A saber: la capacidad de la banca, o de lo que se podría denominar con mayor generalidad comportamientos bancarios, de sobrepasar las restricción iniciales del Estado al sector privado en materia monetaria.

Cuando el dinero bancario se contempla en su relación con el dinero de Estado no aparece como el producto de la intermediación en los flujos de dinero entre las cajas de familias y empresas: si el deudor es único, no es necesario un agente que simplifique el proceso de liquidación u ofrezca información de la calidad de la deuda monetaria, sino que se presenta como una forma de custodia del dinero de Estado. Tal es así que el depósito en el banco, que hoy consideramos dinero, en una interpretación estricta del término no sería en sí mismo dinero. La materialidad que suele adoptar el dinero de Estado tiene al menos dos costes para el acreedor, por un lado, el de conservarlo frente al extravío o robo, y, por otro lado, el de transporte o transmisión cuando realice las compras. El dinero bancario aparece como una solución a estos inconvenientes del dinero de Estado. Surge como un *depósito a la vista*, lo que indica tanto el carácter de guardián del dinero de Estado de los bancos como su obligación de entregar lo que custodian a su propietario cuando el desee. El propietario del depósito a la vista puede obligar al

Banco a darle una suma de dinero del Estado cuando el desee, esto es, a la demanda.

La imagen que acabamos de presentar del dinero bancario en relación con el dinero de Estado no es sólo una definición del concepto de este tipo de dinero, sino que también presupone la forma en que se crea el dinero bancario. Los bancos crean el dinero bancario cuando los poseedores de dinero de Estado le entregan una suma de este dinero para que lo guarde el banco. Esta forma de creación de dinero bancario es lo que se suele denominar como creación pasiva del dinero bancario.

Sin embargo, el dinero bancario introduce por sí mismo la posibilidad de definir formas de dinero híbridas: aquellas que sin ser completamente privadas, tampoco son de Estado. Pensemos que el banco puede crear dinero bancario sin necesidad alguna de que disponga de un depósito anterior de dinero de Estado. Basta con que el banco se comprometa a que la deuda que reconoce al acreedor se materialice en un pago con dinero de Estado. Es decir, que aparece un dinero estrictamente bancario, que adopta una relación binaria *Boa*. Pero donde el cumplimiento de la deuda del banco se define en primer lugar como la entrega de una suma equivalente de dinero de Estado cuando el agente *a* se lo pida al banco B.

La introducción de deudas cuyo deudor es un agente privado, un banco, y el compromiso con el acreedor consiste en la entrega en determinada fecha y hora de una suma de dinero de Estado introduce la posibilidad de que estas formas de dinero, aunque en su definición sean distintas al dinero privado, sin embargo, operen en el contexto de dinero de Estado como si fuesen dinero privado.

En la figura 3.3.1-1, se ilustra como el dinero del Estado puede sustentar dinero bancario de origen estrictamente privado. El hecho es que el banco, pero podría ser otro agente privado, emite su dinero, y admite como una de las formas de su destrucción comprarlo con

dinero de Estado. El agente privado no dispone de una suma de dinero de Estado igual al dinero emitido, le basta con ser capaz de conseguirla en caso de que deba destruir ese dinero emitido. En tanto que los agentes privados, familias y empresas, no destruyan el dinero bancario mediante la adquisición de dinero de Estado, no habrá ninguna diferencia entre el dinero bancario privado como depósito a la vista de la economía mixta y el dinero bancario privado de la sección 2.4.7 Si se observa el depósito a la vista en tanto que dinero para el uso de los agentes privados, vemos que su naturaleza de depósito de dinero de Estado es innecesaria para que los agentes lo usen como dinero.

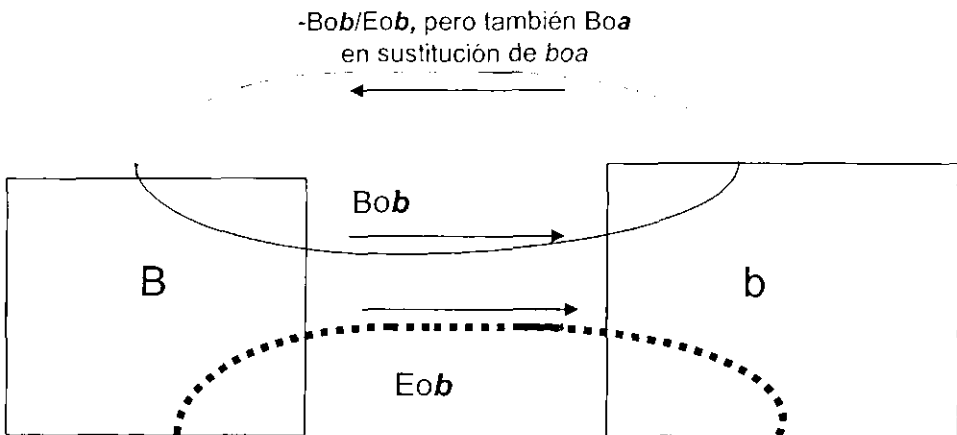


Figura 3.3.1-1: Comportamiento bancario de un agente privado a en un contexto de dinero de Estado. Ejemplo de un depósito a la vista bancario.

Aunque exista siempre un riesgo de conversión de dinero bancario en dinero de Estado, en tanto que los agentes privados lo empleen como el dinero que es, en esencia, como dinero bancario privado, la relación entre los dos tipos de dinero llega prácticamente a desaparecer. Cuanto más cercano esté ahora el dinero bancario de la forma privada, también se producirá que los procesos de su

creación serán conducidos en mayor medida por la adquisición privada de capital, o de otras formas de propiedad, que de la creación de dinero de Estado, por ejemplo, a partir del déficit público. Es decir, que las formas activas de creación de dinero, asociadas al capital, como en la sección 2.4.7, dominarán sobre las formas pasivas de creación de dinero bancario –que hemos indicado están relacionadas con la custodia de los bancos del dinero de Estado que le llevan los agentes privados.

Como vemos en la figura, sólo en el caso de que los agentes privados liquiden sus saldos acreedores respecto al resto de agentes privados, ahora sobre el banco B, en la forma de dinero del Estado en sentido estricto, el dinero bancario estará ligado con el dinero de Estado. En este escenario, un Bob que tiene en su origen una relación entre agentes privados, a diferencia de lo que sucedía en la economía rudimentaria, puede verse obligado a la hora de su destrucción (liquidación de la deuda en el reconocida) a pagar con dinero del Estado. El deudor debe “comprar” su deuda no con el dinero privado de los otros, sino con el del Estado.

El Estado no podrá mantener la identidad entre el dinero de Estado y el dinero para el Estado. El poder absoluto del Estado sobre el dinero está definitivamente roto. Sin embargo, se articularán nuevas formas de poder sobre el dinero. El Estado aún conserva el poder de decir que es dinero, y además los bancos facilitan esa posibilidad. En cuanto es creado a iniciativa de los agentes privados, podemos decir que ese dinero es privado, y funciona como el dinero bancario privado de la sección 2.4.7; sin embargo, debe admitirse al unísono, y sólo para ciertos casos, que ese dinero puede ser reconocido por el Estado como suyo, esto es, que con él se pueden pagar impuestos. Entonces será dinero para el Estado. Cuando esto sucede el objeto hay que tomarlo como el híbrido que en verdad es.

Las fronteras entre dinero privado y dinero del Estado son cada vez más difusas en cuanto el contexto institucional avanza más hacia

la realidad, pero no por ello dejan de existir; como si del estudio del mapa genético de una criatura se tratara, donde los genes del padre y de la madre pudieran separarse en los del hijo, así hemos de proceder con la naturaleza del dinero que es privado (p.e., femenino) y también es del Estado (p.e., masculino). A veces, la naturaleza de uno dominará sobre la del otro. En otros casos, la simbiosis de lo privado y lo público puede finalmente abrir un conflicto entre ambas partes, así sucede cuando la autoridad se niega a reconocer alguna de estas formas híbridas de dinero como suyo propio, y actúa en consecuencia: como si se tratara de un padre que se niega a dar la prueba de paternidad a su hijo.

3.3.2 Sistema bancario y Banco Central

El uso de dinero bancario por parte de familias y empresas, como vimos en el dinero bancario privado, se produce en el ámbito de un sistema de bancos. La liquidación de la deuda monetaria sucede en varios niveles, uno de ellos se produce a través de los propios bancos, en un nivel donde el dinero de los bancos, en analogía a lo que sucede para familias y empresas, circula entre los bancos. Esta circulación está inducida por las transformaciones del acreedor en el dinero bancario que realizan familias y empresas, porque cualquier agente económico privado puede convertir un Aoa emitido por el Banco A en un Aob emitido por un Banco B: el dinero del Banco A llega al Banco B, ahora el Banco A tiene una deuda con el banco B.

El dinero bancario por ser híbrido puede originar un flujo de salida de dinero de Estado en el nivel de la relación de los bancos con los agentes privados, pero también puede suponer una salida en el nivel superior donde habitan sólo bancos. En circunstancias normales, creemos que es en este nivel donde los peligros implícitos en esta forma de liquidación de deudas monetarias es mayor. Y

donde el proceso final de reducción de emisores de dinero por el que el sistema bancario conduce a un banco de bancos se va unir con el hecho de que el dinero de Estado surja como el dinero de los bancos. Esta doble coincidencia puede explicar por qué el *Banco Central* y el *dinero de Estado* se van a fundir en forma del *dinero del Banco Central*.

Como resultado de la existencia de bancos vuelve a aparecer, ahora a nivel del sistema bancario comercial, la necesidad de un mecanismo multilateral de pagos o de liquidación de las deudas monetarias en circulación de la misma clase que el se tenía en un sistema monetario desintermediado y libre, aquel que los propios bancos consiguieron eliminar. Parece, en principio, que los bancos han subido el sistema multilateral de pagos original un peldaño sin que se hay producido algún cambio sustantivo a resaltar, excepto uno: dado que el número de bancos es reducido, ahora hay menos miembros en el sistema de pagos de los bancos y sólo para los bancos que en el de las familias y empresas que ha sido sustituido; ha habido, por consiguiente, una simplificación en el paso del uno al otro.

Este proceso de transformación de las corrientes de dinero desde un nivel inferior (donde operan las familias y empresas) a otras que se dan en un nivel superior (donde están los bancos), y el modo en que estas últimas se eliminarán o transformarán, va a depender del tipo de deudas que existan entre los bancos para la liquidación de los déficits monetarios de unos bancos respecto a otros. Una solución espontánea del mercado a este proceso de circulación de dinero entre bancos será la creación a este nivel de un único y nuevo banco, el cual hará las funciones de un banco de bancos. Hemos denominado en 2.4.5 a este intermediario de los intermediarios el *Banco Central*.

Dado que en su origen, el Banco Central resulta de un proceso espontáneo de mercado, y únicamente atendiendo a esta necesidad de los bancos que su aparición satisface, diremos que el Banco Central es una institución privada o de mercado. Los bancos que tengan

dinero “sobrante” de los otros bancos pueden exigir la conversión de este dinero del otro banco en dinero del Banco Central. Esto obliga necesariamente a que los bancos acumulen dinero del Banco Central en sus balances o que, en caso contrario, se vean obligados a convertir sus IOUs no deseados en IOUs del Banco Central, quedando ante esta nueva institución en la misma posición en que quedaba cualquier familia o empresa antes ante el banco privado. El único deudor en el dinero de los bancos será el Banco Central.

El Banco Central es la cúspide de la pirámide que resulta de las sucesivas reducciones de los deudores en las formas del dinero. Aunque en su origen pueda ser una creación del mercado, un agente privado que intermedia entre los bancos comerciales, su poder sobre el sistema monetario le convierte de hecho en una autoridad, pensamos que la autoridad, en caso de aparecer en una economía, no podrá ser más que una. Por ello, vamos a asimilar la figura del Banco Central en la del Estado: bien se convierte en Estado o bien el Estado le cede competencias y lo hace Estado. El Banco Central asume un poder que le corresponde al Estado.

En España, por ejemplo, hasta el final de la peseta, el Estado delegaba su poder sobre el dinero en el Banco de España; pero se reservaba para sí el poder de establecer impuestos. Se suele diferenciar, en una situación así, la política monetaria (la que hace el Banco Central) y la política fiscal (el poder del Estado de recaudar impuestos). Pero está claro que las dos políticas tienen que ver con el dinero de Estado. En nuestra opinión, el dinero del Banco Central es dinero que, a todos los efectos, lo crea el Estado, y, por tanto, deberá considerarse una forma de dinero de Estado.

El volumen de dinero bancario que puede sostener un banco estará condicionado por los pagos de dinero del Banco Central, que es un dinero de Estado, que los bancos deban realizar a otros bancos por la creación de un depósito marginal. Puede suceder que algunos bancos tengan que pagar, mientras que otros sean receptores netos de

dinero del Banco Central. Esto obliga a los bancos a disponer en su activo de un volumen suficiente de este tipo de dinero. En general, será el propio Banco Central quien establezca el denominado *coeficiente de caja* como un volumen de reservas obligatorio para la banca asociado al nivel de dinero bancario que sostiene. Si suponemos que el depósito marginal para un banco determinado B le supone un pago de reservas a otro banco C una disminución de su volumen obligatorio de reservas, el banco debe procurárselas. Esto implica que cualquier banco debe disponer de fuentes diversas para procurarse rápidamente dinero del Estado.

Si el dinero del Banco Central, dinero de Estado, debe mantener una proporción determinada con el total de dinero emitido por el banco, aunque los bancos privados puedan financiar indirectamente el capital con dinero, sin embargo, el dinero creado para financiar el capital debe mantener a su vez una proporción determinada con el dinero del Banco Central. Si el dinero del Banco Central impone una restricción al crecimiento del dinero como forma de financiar la inversión cuando la economía experimente un auge de la inversión, entonces la economía mixta no se diferencia, en esencia, de la economía de dinero de Estado. Abordamos la discusión sobre el predominio de las formas activas de creación de dinero bancario, que se generan desde *adentro* de la economía, frente a las formas pasivas de dinero bancario, que lo son desde *afuera*, tratando el dinero como variable económica.

Retomaremos la discusión acerca de la fragilidad financiera en la economía mixta en la sección 3.5, cuando tratemos sobre el *dinero endógeno*. Pero antes debemos dar un paso cualitativo en la percepción del dinero que hasta ahora hemos mantenido. Nos referimos al que nos conduce desde el concepto para alcanzar el número. Lo trataremos en la sección que sigue.

3.4 Cantidad de dinero

3.4.1 El dinero como variable económica

En su *Filosofía del Dinero*, George Simmel nos recuerda la crítica de Kant³⁸ al pensamiento puro mediante una sencilla metáfora: la Ciencia es un territorio limitado por arriba y por abajo por la Filosofía; por muy grande que sea y por mucho que podamos ensanchar a la Ciencia, sucederá siempre que el pensamiento científico tendrá un comienzo y un final que respectivamente remitirá a cuestiones previas y abrirá otras nuevas que nunca podremos resolver científicamente sino filosóficamente. ¿No será para la *Ciencia Económica* una de estas cuestiones que está afuera de su territorio, o que deliberadamente deja afuera, el significado del dinero?

El dinero es para la *Ciencia* una variable económica. Por tanto, por dinero debe entenderse, en el contexto de la *Ciencia Económica*, *cantidad de dinero*. Dinero es eso que se mide como tal, lo que se relaciona con otras variables como establece una ecuación concreta, etc. Un objeto matemático, o de la estadística, susceptible del análisis según métodos rigurosos, matemáticos o econométricos. Sin embargo, el manejo de cantidades de dinero, plantea serios problemas al científico, los cuales le remitirán tarde o temprano a cuestiones previas que exigen para su resolución un método distinto,

³⁸ Max Horkheimer y T. W. Adorno [(1987): p.41], en su análisis de la dialéctica del pensamiento ilustrado en continua expansión, nos ofrecen la clave de la raíz kantiana de esta metáfora de Simmel [(1900):p. 9]: "el dominio de la naturaleza traza el círculo en el que la crítica de la razón pura ha encerrado al pensamiento. Kant unió la tesis de su fatigoso e incesante progreso hasta el infinito con la insistencia inflexible sobre su insuficiencia y eterna limitación. La respuesta que ha dado es el veredicto de un oráculo. *No hay ser en el mundo que no pueda ser penetrado por la ciencia, pero aquello que puede ser penetrado por la ciencia no es el ser*"

si es que alguna vez hay que salir fuera de las torres de marfil del pensamiento puro.

El dinero no es un objeto sin realidad. Más allá del número, el dinero tiene una experiencia. Un marco institucional e histórico en que se produce. La ciencia cuantitativa puede ofrecer distintas ecuaciones matemáticas que incluyan la variable “cantidad de dinero” como uno de sus argumentos, y expresar de un modo inteligible algunas de las influencias del dinero sobre otras variables económicas, como la inflación o el paro; por otro lado, necesarias, puesto que sin un marco relacional no hay definición de ningún tipo en los modelos matemáticos del mundo. Se es lo que se es porque esta relacionado así. Este tipo de conocimiento es lógico y útil, puede ser falso, pero ciertamente está limitado. Hay preguntas previas que la ecuación no puede o no debe contestar por sí misma, y tampoco puede ignorarlas porque le afectan.

La econometría, por ejemplo, nunca ha podido señalar definitivamente los objetos que en el mundo real son dinero. Creo que, cuando esto ha sucedido, ha tocado sus fronteras y no se ha dado cuenta, porque la resolución de esa incapacidad, a mi modo de ver, remite a cuestiones previas que están fuera de su territorio como cual es el concepto de dinero que guía sus observaciones.

3.4.1.1 Unidad de medida del dinero

El dinero, en verdad, es una cantidad de dinero. El flujo de dinero, aob , que sale de la caja de un agente a y entra en la caja de un agente b necesariamente tiene un determinado volumen, de otro modo sería imposible establecer la variación del saldo acreedor de b sobre a , y el deudor de a sobre b . Representemos la dimensión cuantitativa de un flujo de dinero $F(aob)$.

La primera confusión que aparece cuando el dinero es una cantidad de dinero es qué es exactamente la unidad de medida de esa cantidad. Llegándose incluso a definir lo que es el dinero por su unidad de medida.

La unidad de medida gracias a la cual un determinado volumen de dinero admite una expresión cuantitativa exacta es arbitraria y ficticia, no corresponde a ninguna cantidad determinada de algún elemento físico o mercancía, léase oro, tabaco, etc. Es decir, un sistema monetario necesita de la cuantificación de los flujos de dinero que circulan entre los agentes, pero la unidad de medición de esos volúmenes no tiene por qué ser, no es, un estándar de la misma clase que el metro o el kilo. No hay modo alguno de identificar, aunque sea convencionalmente, una peseta o un dólar con algún atributo de un objeto físico conocido que permanezca constante. Basta con que se pueda establecer comparaciones entre cualquier par de flujos de dinero contrarios entre los agentes a y b , es decir, saber si son iguales, mayor uno que el otro y viceversa. Lo que importa es que cada agente sepa si puede o no puede ser capaz de destruir el dinero que ha emitido en relación con lo sucedido con el dinero de los demás.

En el caso particular de que la aparición de esta relación deudora de a frente a b se derive de un intercambio de bienes o factores entre estos agentes, dado que los objetos intercambiados son "*reales*" y se miden por las unidades convencionales de peso, longitud y tiempo, es posible establecer una relación mediante cociente entre el flujo de mercancías intercambiados por los agentes y el flujo de dinero que circula entre sus cajas. Si en el numerador aparece el volumen de dinero y en el denominador el volumen de mercancías, el ratio nos indicará la cantidad de dinero asociada a cada unidad de mercancía, es decir, el precio monetario de la unidad del bien o del servicio intercambiado. Obsérvese que este precio monetario se ha definido sin presuponer un marco teórico neoclásico o de asignación

de algún recurso específico, más concretamente, no se sabe qué recursos propiedad de los agentes implicados en la transacción se están asignando. Lo que nos lleva a pensar que este precio monetario, en principio, es de una naturaleza diferente a los precios absolutos y relativos que usamos en el análisis microeconómico tradicional³⁹

Dejamos abierta la cuestión teórica del valor o de la determinación de los precios monetarios de las mercancías, no sin antes subrayar la relación trivial y elemental entre flujos de dinero y de mercancías, es decir, el valor tautológico de un precio monetario cualquiera: dado un volumen de mercancías intercambiado entre dos agentes cuanto más elevado sea el volumen del flujo de dinero derivado de la transacción, que circula entre sus cajas, mayor será el precio monetario de esa mercancía; y dado un flujo de dinero entre las cajas de dos agentes de determinado volumen, cuanto mayor sea el volumen de mercancías intercambiado, menor será el precio monetario de las mismas.

En algunos sistemas monetarios, sin embargo, se ha establecido como estándar de la unidad de cuenta aquella mercancía cuyo precio monetario es o se fuerza a que sea constante. En el caso del sistema patrón oro, se fijaba políticamente el precio de la onza de oro, que posteriormente se mantenía constante mediante actuaciones diversas de la autoridad monetaria sobre la oferta y la demanda del mercado de oro, o bien toleraba fluctuaciones en el nivel general de precios. J.M. Keynes pensaba, sin embargo, que existe un estándar natural para la unidad de cuenta en una economía monetaria: la unidad de trabajo. Esta es la razón que le llevaba a abogar por un sistema monetario donde los salarios monetarios fuesen rígidos, lo que quiere decir para Keynes que no sean forzados a variar, o sea, a

³⁹ Para una definición del concepto de precios absolutos y relativos en el marco de un proceso asignativo microeconómico ver "Lecciones de microeconomía", Juan Carlos Zapatero (1987): p. 17-18.

abandonar su situación de reposo debido a manipulaciones estrictamente monetarias.

La posición keynesiana a este respecto ha sido confundida con una postura contraria al mercado o de defensa de imperfecciones del mercado (la defensa de los sindicatos), cuando, en verdad, su actitud responde a una posición esencialmente *naturalista*. Los críticos fallan porque confunden la visión de Keynes. John Maynard Keynes no está tratando de la economía de trueque, donde no hay dinero, sino de la economía monetaria, donde existe el dinero. Esto es, los salarios deben ocupar, dentro del sistema monetario, el mismo lugar que el oro ocupaba dentro del sistema patrón oro, porque, mientras el oro es una ficción que violenta a la economía monetaria, el trabajo es una unidad de valoración natural del sistema, y, por consiguiente, no acarrea a la economía los efectos perversos que le causa el oro, entre otros: violentas depresiones en el precio monetario del trabajo, que se administra no directamente, sin afectar al empleo, sino, por el contrario, a través del paso intermedio de causar desempleo.

3.4.1.2 Agregados de dinero

A pesar de que la medición del volumen de un flujo de dinero, encontrar su número y el ratio de los flujos de dinero sobre el de mercancías es en sí importante, no es en este punto donde se encuentra el problema fundamental del número que debe darse a la cantidad de dinero, sino que aún hay que dar un paso más, porque la variable económica M , sobre la cual se va discutir la endogeneidad o exogeneidad del dinero, el control desde afuera de M , es una cantidad de dinero para la economía en su conjunto; es decir, un agregado o suma de cantidades de dinero que circulan entre los individuos o que éstos acumulan y no el flujo individual de dinero en sí mismo.

Veamos, por ejemplo, que puede significar un agregado monetario de este tipo en la economía más sencilla que podamos concebir: *la economía de dinero privado y sin tiempo EIP*. En una economía que siempre vive en el presente, no hay *dinero stock* y todo el dinero es dinero privado. Hemos dicho que el volumen de dinero que circula entre las cajas de dos agentes no sólo es una cantidad, una variable económica, sino que esa cuantificación es necesaria e inexcusable. Dado que en la economía, tomada en su conjunto, se produce en cada presente, no sólo un flujo de dinero concreto, digamos un *flujo de dinero micro*, sino un gran número de ellos, parece lógico pensar que todas esas cantidades de dinero (flujos observados al nivel micro) se podrían sumar y generar así una nueva variable económica que muy bien podríamos llamar el flujo macro o agregado de dinero de la economía. Esta nueva variable es también una cantidad de dinero, ahora bien tal dinero es dinero agregado.

Y en el caso, por otro lado, de que nuestra economía entrase en el tiempo, en lugar de tener una medida de dinero agregado, la del flujo, podríamos llegar a tener dos, la del flujo y la del stock. Pues bien, la endogeneidad o no del dinero se refiere a una característica esencial de la variable cantidad de dinero, pero no a la individual o micro sino a la agregada o macro. Como ya señalamos en el capítulo anterior, los economistas no distinguen entre el dinero flujo y el dinero stock mediante el uso de palabras diferentes para dos sustantivos distintos, sino que esperan que por el contexto se sepa cual de ellos es el que en ese momento se nombra con la palabra dinero, la misma situación se nos presenta a la hora de discutir la naturaleza flujo o stock del dinero agregado, no obstante, daremos un carácter general al concepto de endogeneidad del dinero (no lo olvidemos, a nivel macro), esto es, lo aplicaremos lo mismo a flujos que a stocks.

Desde un punto de vista empírico, es muy difícil, si no imposible, medir los flujos de dinero en economías tan complejas

como la nuestra, por lo que, en la gran mayoría de los casos, habrá que pensar que las mediciones del agregado monetario se han obtenido en observaciones puntuales del proceso económico. En un instante de tiempo se para la economía y se mide el dinero en poder de todos los agentes. El dinero así contemplado ni es un flujo ni es un stock que corresponda a nuestras definiciones estrictas del mismo. Si bien al eliminar la dimensión temporal, ese dinero no puede ser otra cosa más que un stock.

3.4.2 Dinero exógeno

3.4.2.1 Definición de dinero exógeno.

Se dice que el dinero es exógeno, y no es endógeno, cuando el valor numérico que toma la variable M en t_0 (cantidad de dinero agregado en el presente t_0) o su tasa de variación temporal de t_0 a t_1 se puede determinar independientemente de cual sea el comportamiento de los agentes económicos del nivel monetario inferior e interior de la economía. Exogeneidad significa, por tanto, determinación desde afuera de familias y empresas o de sus agentes, los bancos comerciales. Uno de los sentidos de la exogeneidad es el de controlabilidad, se entiende desde afuera, del dinero. Como sabemos, la controlabilidad requiere previamente cuantificación de la magnitud dinero. Y esta no se puede dar sin una previa cosificación de la expresión del dinero que usan las familias y empresas. Un último sentido de la exogeneidad es el de imposición al sector interno de la economía de una cantidad de dinero que necesariamente deben aceptar. Los agentes del interior de una economía o del nivel monetario inferior, en el supuesto de dinero exógeno, son cantidad-aceptantes.

Las ecuaciones correspondientes a la definición exógena del dinero son :

$$M_t = M_0 \quad \text{o} \quad \frac{\partial M}{\partial t} = m_0 * M_t$$

Cuando la cantidad de dinero se determina al margen de cualquier circunstancia que pueda suceder en el interior de los mercados de bienes, servicios o activos de una economía, por tanto, se le da un valor a priori M_0 a M , podemos decir también que la cantidad de dinero es una variable económica sobre la que existe un control cierto. Un control ejercido *desde afuera*. A lo que debemos añadir que esa característica del dinero es conocida por todos los miembros que actúan en los mercados.

En el sentido liberal y positivo del término exógeno, tal control no se debe a que un agente del exterior puede arbitrariamente y a su capricho dar un valor numérico a M , sino más bien a que algo externo al mercado, la naturaleza o una regla social, da o debe dar a M (o a su variación) la categoría de cuasi-constante para el sistema económico en su conjunto. Si tal caso se diese, se les ofrecería a los mercados una constante a partir de la cual se determinarían los valores del resto de variables económicas.

La expresión más completa de la idea de exogeneidad del dinero la recoge el patrón oro. En este sistema, hipotéticamente, era la cantidad de oro la que iba a determinar de un modo preciso el valor numérico de M , por lo que lo correcto sería decir que la cantidad de dinero está bajo control en tanto que se consiga que la determinación de su valor numérico no caiga bajo el control del mercado, y puesto que nadie duda de que el mercado no puede darle un valor a priori a M y que, por consiguiente, si M se determina dentro del sistema queda fuera de control. Si hablamos de control es siempre de un

control desde afuera. Por eso, se dice que este tipo de dinero es exógeno.

Otra expresión del dinero exógeno es la representada por los dineros de la autoridad. Si en una economía dada sólo es dinero el *IOU* emitido por uno de sus miembros, este miembro claramente se diferencia del resto de habitantes de dicha economía. Podemos decir que tal emisor único de dinero es la autoridad o, simplemente, el poder en esa economía. El primer poder monetario es el Estado, si bien este puede entregarlo parcialmente al Banco Central, reservándose para sí sólo la facultada de cobrar impuestos. El dinero del Estado no lo olvidemos está fundado en el poder de éste para imponer una deuda a los agentes económicos privados bajo la forma de los impuestos. Sólo puedo crear dinero si los otros me conceden su crédito, y los agentes privados sólo conceden crédito al Estado porque este les obliga con sus impuestos. Luego son los impuestos la fuente última del poder monetario del Estado.

Supongamos que no hay Banco Central, entonces el Estado tiene diversos métodos a su disposición para la creación de su dinero: puede optar por comprar directamente bienes y servicios en los mercados, por realizar transferencias o por prestarlo a las economías privadas. Sea cual sea el sistema empleado, el hecho es que si sólo hay un agente que crea dinero, y además tiene capacidad suficiente para destruir a su voluntad el dinero que el mismo ha creado, podemos concluir que este agente puede controlar la *cantidad de su dinero* que está circulando en un presente determinado en la economía. Dado que hay un sólo agente, el dinero agregado coincide completamente con el dinero de este agente, luego, cuando todo el dinero es dinero de una autoridad, por ejemplo, del Estado, la cantidad de dinero es exógeno. La exogeneidad es, precisamente, la característica básica del dinero que usa el Estado o cualquier otra autoridad en que el Estado delegue parcialmente este poder, v.g. el Banco Central. *Podemos, pues, concluir que el dinero de la autoridad contemplada como unidad*

(Estado, Banco Central, etc.) es esencialmente exógeno. Es exógeno, además, en el sentido liberal del término, como hemos indicado antes, siempre que la autoridad no adopte en materia monetaria comportamientos arbitrarios.

3.4.2.2 Un modelo *naïf* de dinero exógeno

Un modelo muy sencillo que recoge un tipo determinado de interacción entre dos clases de dinero, pero que da como resultado de la mezcla de dineros un dinero exógeno, es el muy conocido multiplicador de la base monetaria que se recoge en cualquier manual introductorio de Economía. El dinero del Banco Central (que representaría el dinero de la autoridad y del Estado) y el dinero de la banca comercial (que representaría el dinero privado) se articulan dentro de este modelo en una relación jerárquica tal que la cantidad de dinero resultante es función del dinero emitido por el Banco Central. Esto es, la cúspide de la pirámide, que constituyen los distintos niveles del dinero (figura 2.4.3-1), controla desde arriba todo lo que sucede por debajo de ella.

El supuesto del comportamiento de la banca comercial en este modelo, no obstante, no es propiamente el que, de acuerdo a Henry C. Simons, corresponde a un banco comercial. Gracias a que los bancos no se comportan como bancos, el modelo se asegura que el dinero exógeno (dinero del Banco Central) domine al dinero endógeno (dinero bancario). Lo que nos dice el modelo es que en un mundo donde existe una autoridad y no hay bancos que se le enfrenten el dinero es exógeno. Un resultado alcanzado por un análisis exclusivamente lógico: una cosa distinta es si la lógica del teórico es la misma lógica que rige el mundo real.

Según este modelo, el principal instrumento que usa un Banco Central para dominar el proceso privado de creación de dinero es el establecimiento del llamado “coeficiente de caja”, obligación que impone de un modo directo a los bancos comerciales. El Banco Central impone sanciones a todos aquellos bancos que en el momento en que se supervisen no tengan un tanto por ciento de sus depósitos a la vista respaldados por su dinero. Los depósitos a la vista son el dinero de la banca comercial que aún está vivo y en circulación, desde un punto de vista financiero más general que tenga en cuenta su balance, son obligaciones contingentes de la banca comercial frente a terceros: la libre disposición de su poseedor para convertirlos en dinero de otro banco y, en particular, del Banco Central (figura 3.3.1-1).

No hay, sin embargo, ninguna justificación racional para que un banco mantenga un coeficiente de caja obligatorio debido a las mutaciones del dinero bancario en dinero del Banco Central. El banco comercial puede refinanciarse sin mayores problemas vendiendo su dinero por el dinero del Banco Central a familias y empresas de tal modo que no tenga por qué usar sus reservas en el Banco Central. Por otro lado, sabemos que siempre que todos los bancos comerciales crezcan de un modo sincronizado no es necesario trasvases de dinero del Banco Central desde los bancos deficitarios a los bancos con superávit. La acumulación de dinero del Banco Central en forma de reservas obligatorias en las cajas de los bancos comerciales es un sin sentido económico. Además de que al ser un activo sin rentabilidad puede ocasionar serios problemas a la viabilidad económica del banco sobre el que esta obligación se impone.

La imposición de un coeficiente de caja es una ilusión que lleva a pensar que el modo en que los bancos crean depósitos se ajusta a la idea recogida en el multiplicador, cuando sólo es un supuesto lógico de este modelo. No tiene por qué ser verdad que los depósitos a la

vista se crean, primero, de un modo pasivo, y que sólo a continuación pueda darse el modo activo. Es decir, que el comportamiento de los bancos comerciales que subyace en el modelo, basado en la existencia de un coeficiente de caja, no tiene en cuenta en absoluto cómo se comportan los bancos reales y la evidencia empírica existente al respecto. Un breve examen de la misma nos llevaría a comprobar que los bancos no son unidades económicas pasivas y sin iniciativa, sin creatividad alguna, que sólo conceden crédito a los agentes privados, aceptan de éstos deudas de la clase *aoB*, si tienen dinero del Banco Central que les sobra. Tengamos en cuenta que ese comportamiento les convertiría en simples subordinados del Banco Central.

Tampoco debe suponerse que el agente privado cierra habitualmente su crédito al banco, *Boa*, en dinero del Banco Central. De hecho, el volumen de transacciones privadas que se hacen con dinero del Banco Central es mínima. E incluso esa cantidad mínima puede modificarse, disminuirse aún más, por la acción de los bancos. ¿Qué son si no las tarjetas de crédito al consumo?

Los bancos imaginados por el multiplicador monetario son meras oficinas del Banco Central. El dinero de la autoridad monetaria recientemente emitido llega a alguna familia o empresa para iniciar un proceso de circulación de un banco a otro, donde en cada visita a un nuevo banco produce la creación de dos depósitos a la vista, uno de modo pasivo y otro, con las reservas que sobran del primero, de modo activo. Depósitos que son sucesivamente cada vez más pequeños debido a la parte que queda como reserva, de modo tal que la suma de esta serie infinita tiene límite. Se explica así que el origen de todos los depósitos a la vista creados son originados por un exceso de dinero del Banco Central en poder de alguno de los bancos.

La corriente de dinero privado que subyace en el dinero bancario, tanto en Keynes como en Minsky, circula al revés de lo

que supone el multiplicador monetario. Ese parece ser el caso más cercano a la experiencia bancaria: primero se conceden los créditos y luego se buscan las reservas para cumplir con el coeficiente de caja. Aún más, la conversión de dinero del Banco Central “sobrante” en el balance del banco comercial en depósitos a la vista que se suministran a familias o empresas vía crédito bancario, por el modo activo de creación de dinero bancario, no es ni mucho menos automática tal y como supone el multiplicador. Queremos decir que “entre la taza y el labio se derrama parte delpreciado líquido”: el dinero que el Banco Central (líquido) da a beber a las empresas y familias (labios) usando la intermediación de los bancos comerciales (la taza) se pierde en parte por el camino.

Nicholas Kaldor⁴³ demuestra que el poder del Banco Central sobre los procesos privados de creación de dinero no se debe tanto al establecimiento de un coeficiente de caja como a que la autoridad controla el tipo de interés monetario y altera de ese modo la preferencia por la liquidez de la Banca Comercial. Lo que funciona, en realidad, es el poder del Banco Central para obligar a los bancos a que disminuyan, *en teoría*, la fragilidad de sus balances mediante la manipulación de los tipos de interés del dinero del Banco Central. Un proceso que no es tan amable como el descrito en el multiplicador monetario.

3.5 Dinero endógeno

Decimos que el dinero es *endógeno* si el origen de la cantidad de dinero para el Estado no se encuentra *afuera* de la esfera habitada por los agentes privados, familias, empresas y bancos, sino *dentro* de ella. El ser endógeno caracteriza a una clase de dinero no por su definición, que puede ser establecida desde afuera, sino por el modo

⁴³ Kaldor (1982): p. 6, 46-49.

en que es usado economía adentro. Este adentro lo representan las familias y las empresas; la actividad que los relaciona con el dinero endógeno se refiere, principalmente, a la acumulación de capital u otras formas de propiedad, mientras que el Estado, o quien en este delegue, el *Banco Central* o *la Naturaleza* (oro y otros metales), constituye el afuera, se entiende que afuera del ámbito privado de la economía.

La forma del dinero endógeno es la del dinero privado, tanto en su forma primigenia como en la que es intermediada por la banca. Esto es así, porque manifiesta de un modo directo lo que el dinero es y su función en el ámbito privado de la economía, y le relaciona originalmente con la adquisición de capital, un caso que se podría generalizar a la adquisición de otras formas de propiedad. Hemos visto en la forma del dinero bancario, del depósito a la vista en dinero de Estado, que no es necesario que el dinero se defina desde afuera, por el Estado, y que sea estrictamente un dinero para el Estado, para que, una vez se introduce en el plano de las familias y empresas, estas acaben usándolo como un dinero bancario privado cualquiera. En este sentido, la *percepción* que los agentes privados hacen de esa forma de dinero, como acaban entendiéndolo, le otorga finalmente una forma de dinero bancario privado, que no corresponde a la concepción estatal inicial de este dinero.

El dinero endógeno se enmarca, por consiguiente, en un marco institucional de economía mixta, donde los bancos y los comportamientos bancarios, como sabemos, son el instrumento para transformar las limitaciones que desde afuera se imponen a la creación de dinero de familias y empresas, porque en tanto que el dinero bancario introduce en la economía, como dinero, la deuda privada, que puede liquidarse inmediatamente con dinero de Estado, la adición de unas pocas horas al tiempo de liquidación de la deuda privada abre el camino para crear nuevas formas o sustitutos del dinero. El *dinero para el Estado* no sólo es un dinero híbrido, es una

forma de dinero privado a partir de la cual se pueden definir nuevos tipos de deudas privadas que por su semejanza con el se pueden considerar también dinero. Este otro aspecto de la naturaleza endógena del dinero pone en cuestión lo que sea dinero, y, por tanto, el sentido mismo del concepto de una cantidad de dinero. No sólo en el dinero endógeno se contempla la naturaleza híbrida del dinero para el Estado, sino también la existencia de dineros heterogéneos que anula el sentido a la operación de agregación de dinero que se recoge en el concepto de cantidad de dinero.

El dinero endógeno rompe, por tanto, la cadena lógica que inaugura la introducción de la autoridad en las formas del dinero: un solo deudor produce la apariencia de cosa del dinero, hay una velocidad de circulación superior a uno, de aquí se llega a la idea de una cuantificación, y de esta última a la de control. La ruptura de esta lógica, que es la de la exogeneidad del dinero, implica que el dinero no es ya controlable. Examinaremos, a continuación, las distintas perspectivas que definen el carácter endógeno del dinero, o sea, cómo se crea desde adentro,

3.5.1 Adentro por el capital

El dinero bancario, como se ha visto, tiene velocidad de circulación mayor a la unidad, es susceptible de ser considerado como cosa. Por tanto, conduce a pensar, en primer lugar, que es medible, y alcanzado este atributo es muy fácil concluir, en segundo lugar, que se puede controlar o que de hecho es controlado desde afuera del ámbito privado de la economía.

Sin embargo, el dinero bancario tiene sus momentos de creación y destrucción. Desde el punto de vista cuantitativo, quien sea el creador del dinero bancario carece de importancia. Sin embargo, para la perspectiva endógena del dinero, este hecho no es

indiferente. Sí importa cómo se ha creado el dinero, esto es, qué hay detrás del dinero bancario que circula entre los agentes privados. Desde la perspectiva del stock de dinero bancario, o bien hay dinero del Banco Central, o bien hay deuda pública o bien hay capital. Pues bien, de estos tres casos, sólo crea dinero desde adentro el capital, esto es, las empresas. En el caso de que el Banco Central se acomode a la demanda de crédito de las empresas, podremos considerar a su dinero también como endógeno.

La inclusión del capital como origen del dinero, aunque no afecte al total del dinero circulante, sí que influye en el aspecto cualitativo de quien creó ese dinero. Cuanto más capital haya detrás del dinero mayor habrá sido la fuerza del ámbito privado en la creación del dinero bancario circulante.

Si el dinero privado se crea desde adentro, la tensión a mantener constante su cuantía es evidente. Esto es así porque será un dinero cuya conducción y control estará determinado, desde el punto de vista del banco, por las expectativas de beneficios futuros del capital que se financia mediante crédito. No es posible esperar que los agentes privados determinen a priori y, en consecuencia, se obliguen a aceptar por voluntad propia, ni siquiera si estuviesen sindicados, una cantidad M_0 de dinero, como si de una constante que les impone la naturaleza se tratase, cuando otra cantidad distinta M_1 puede conducir a un nivel mayor de inversión y, por consiguiente, de mayores beneficios presentes y futuros. Si el dinero se determina desde dentro, entonces, el dinero es endógeno.

3.5.2 Dinero endógeno estructural

Dado que cualquier forma de dinero bancario, por su naturaleza híbrida, puede destruirse a la demanda del acreedor, y que dicha destrucción supone que el banco entregue a su acreedor dinero de

Estado, suponemos que entre los dineros que coexisten en una economía mixta, existe una jerarquía entre ellos. Desde esta perspectiva, el dinero de Estado es, de algún modo, más dinero que el dinero bancario. Si usamos el término de liquidez keynesiano que desarrollamos en la sección siguiente, consideramos que el dinero de Estado es el dinero de máxima liquidez de la economía. Dado que en la economía mixta el dinero de Estado se presenta en la forma de dinero de Banco Central, es este tipo de dinero el que representa la máxima liquidez.

La explicación estructural del dinero endógeno parte de un comportamiento independiente del Banco Central respecto a los bancos privados. Pensemos, por ejemplo, que el Banco Central sea hostil a la creación de nuevo dinero por parte de los bancos en un contexto de expansión del crédito bancario a las empresas para la adquisición de capital. Una situación así podría acontecer en el inicio de la expansión económica.

Si bien, en principio, debería dar lo mismo contemplar los flujos y stock de dinero desde la perspectiva del pasivo bancario sin atender a lo que suceda en el activo del banco, esto deja de ser cierto desde el momento en que familias y empresas no son los únicos que transforman su dinero en dinero bancario, también la autoridad, ya sea el propio Estado o el Banco Central, lo hacen. Esto es, los bancos pueden mantener constante el nivel global de depósitos a la vista, mientras que, al mismo tiempo, aumentan el crédito a las empresas para adquirir capital. Aunque el stock de depósitos a la vista no varíe, el aumento en el crédito bancario, desde la perspectiva del dinero endógeno, tiene efectos sobre la cantidad de dinero de la economía que deben comprenderse y explicarse.

¿Cómo muestra el Banco Central su deseo de restringir la expansión monetaria conducida por el sector privado de la economía?. El mecanismo apropiado, en un contexto de libre mercado, es subir los tipos de interés en los préstamos de su dinero

y, por tanto, lo que paga por los “créditos” que a él le otorga la banca privada, y que adoptan la forma de depósitos de la banca en el Banco Central. La subida de los tipos de interés, por un lado, reduce la rentabilidad relativa de los créditos a empresas, y por otro lado, encarece el dinero del Banco Central que se necesita para soportar la expansión del crédito. En tanto que el dinero del Banco Central en poder de los bancos privados pueda materializarse en otras formas de crédito del Banco Central a los bancos, con el correspondiente ingreso de intereses para los bancos, un incremento de los tipo de interés de este tipo de deuda lleva a la Banca a un incremento de su demanda de activos del Banco Central, lo que puede frenar el proceso de expansión del crédito privado. Sin embargo, el efecto de esta medida, tomada por el Banco Central para frenar el aumento de la fragilidad de los balances de la banca, puede provocar lo contrario de lo que se pretende: puede generar un proceso de aumento incesante de la fragilidad financiera de los balances de las unidades económicas privadas.

En Minsky (1957a), por ejemplo, la respuesta bancaria a las restricciones impuestas por el Banco Central no es la de un agente que se acomoda al medio de un modo pasivo, sino la de un agente que actúa para modificar el medio en el que se desenvuelve. El efecto de las medidas de política monetaria restrictiva del Banco Central, aumentando los tipos de interés, abre un proceso de “cambio evolutivo” en el mercado: surgen espontáneamente un conjunto de innovaciones y se intensifican prácticas hasta entonces marginales que van a alterar los diversos elementos que forman la estructura de los mercados monetarios. Un proceso económico estrictamente financiero y monetario que, sin embargo, es análogo al cambio tecnológico típico de los procesos de producción real, y que, según Schumpeter, causa la expansión del sistema económico y lo aleja de su equilibrio estacionario. El comportamiento observado de un banco no se diferencia en nada del de un empresario. La acción de la banca crea un nuevo medio en el que operar y que muy

posiblemente anule, si no totalmente, al menos, parcialmente, la presión impuesta por el Banco Central.

Cuando se produce la subida de los tipos de interés, el proceso de expansión del crédito bancario tiene que ser evidente para el Banco Central, hace ya algún tiempo que se ha iniciado: la economía crece. En una situación de auge económico, los agentes económicos privados conocen que el nivel de beneficios de la economía crece. Sólo afectando a las expectativas se podría contrarrestar la expansión de la financiación externa de la inversión. Pero la subida de los tipos no va a modificar las expectativas eufóricas de beneficios de las empresas, lo que equivaldría a un aumento del nivel de incertidumbre percibido por los agentes privados. El efecto inmediato de una subida de tipos de interés será que una porción mayor de beneficios sea captado por el sistema monetario y financiero. Y, como consecuencia de la nueva redistribución de los beneficios, la elevación de los tipos de interés permite el desarrollo de prácticas e instrumentos financieros que de otro modo no serían rentables. Una de estas prácticas, que pasamos a analizar ahora, es el préstamo de dinero del Banco Central entre bancos.

3.5.2.1 Mercado interbancario

Mientras suceda que al cierre del ejercicio, supongamos que el intervalo de tiempo normal de la actividad bancaria es de 24 horas, algunos bancos necesiten reservas para cumplir con su coeficiente de caja y otros se encuentren en la posición contraria, siempre es posible organizar un mercado donde las reservas excedentes en el sistema bancario pasen de los miembros del mercado con superávit a los miembros del mercado con déficit de reservas. Este mercado de reservas o dinero del Banco Central entre bancos es lo que

denominamos el mercado interbancario. Son mercados en los que este préstamo de reservas dura 24 horas.

En el caso norteamericano en 1957, la parte que compraba el dinero *futuro*, un futuro que llegaba de inmediato, esto es, la entrega en 24 horas de una suma de dinero del Banco Central, pagaba mediante una transferencia de dinero desde su cuenta en el Banco Central a la del otro banco también en el Banco Central, mientras que el vendedor del futuro entregaba a su contraparte un cheque con cargo a su cuenta en el Banco Central. La operación se completaba de este modo porque entre el pago de dinero mediante transferencia y mediante cheque, dadas las características técnicas del sistema de pagos norteamericanos, transcurren justamente 24 horas, con lo que el importe del cheque incluía tanto el principal como el tipo de interés y se cobraba justo 24 horas después de hecha la transferencia; y el banco que emitía el cheque recibía las reservas de un modo inmediato, lo necesario para cumplir con su coeficiente de caja aquel día. Para valorar la importancia de una innovación institucional de este tipo, pensemos que los mercados interbancarios no aparecen en España hasta, al menos, 20 años después.

En la figura 3.5.2-1 representamos el caso en que un depósito marginal de un banco A le ocasiona una pérdida neta de reservas frente a un banco B por la cuantía de dicho depósito. Como sabemos, cuando esto sucede el banco A y el B están en disposición de participar en el mercado interbancario e intercambiar entre ellos la parte excedente de la reserva inicialmente cedida por A a B. En el ejemplo de la gráfica 3.5.2-1, hay un excedente en relación a las necesidades de coeficiente del depósito a la vista del agente b sobre el banco B, que originó el trasvase de reservas entre los dos bancos, de A a B.

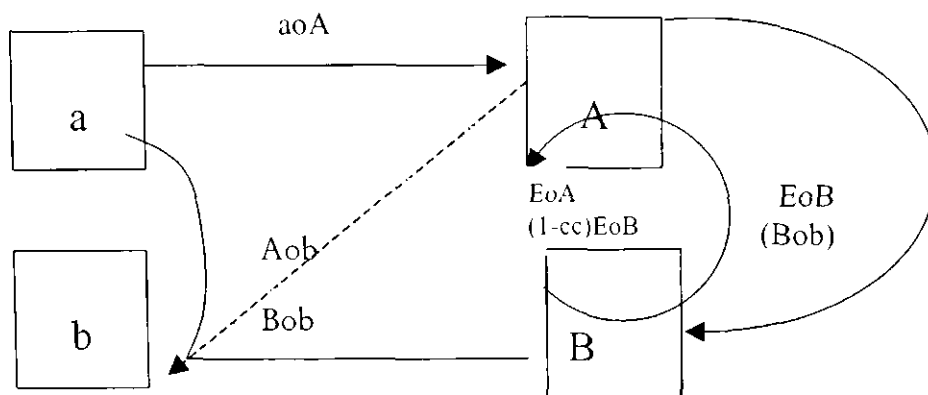


Figura 3.5.2-1: transferencia de un depósito marginal entre empresas que provoca movimiento de reservas entre bancos y una operación de mercado interbancario.

Si los tipos de interés fuesen bajos, los bancos que fuesen a utilizar un hipotético flujo de reservas 24 horas después de que entrasen en su caja, podrían detener ese flujo de dinero 24 horas en su caja. El dinero flujo se hace stock, esto es, se convierte en un saldo ocioso porque ha salido de la circulación. Si esta es toda la realidad que observamos, podríamos decir que en esas 24 horas no ha pasado nada. Sin embargo, si la búsqueda de una ganancia, un interés más elevado, lleva a ese banco a dejar fluir su dinero hacia la caja de otro banco, podemos afirmar que algo importante está sucediendo. Por un lado, porque un flujo de dinero que antes no existía ahora existe como si de un milagro se tratase, nadie ha creado ese dinero en el sentido que hemos dado a esa palabra, y, por otro lado, porque si observamos el fenómeno a nivel macroeconómico el volumen del flujo de dinero que se puede generar esas 24 horas puede ser muy apreciable.

La creación de un mercado interbancario, fenómeno observado por Minsky en 1957, puede sustituir perfectamente a la creación de

dinero del Banco Central cuya vida durase sólo 24 horas desde su creación hasta su destrucción, y que tuviera como destino las cajas de los bancos privados. Si el proceso se puede mantener durante un intervalo suficientemente largo de tiempo, resulta que el fenómeno cobra una relevancia aún mayor, porque el proceso en que ese dinero será destruido se ha prolongado. El mercado interbancario, en conclusión, no sólo “crea” dinero del Banco Central, sino que además canaliza el flujo de dinero por el creado, que sin él no existiría, directamente a las cajas de la banca comercial.

La aparición o la expansión del mercado interbancario permite, por un lado, a cada uno de los bancos que forman el sistema monetario, que el proceso de expansión del crédito que cada uno realiza no dependa ya de sus reservas sino del volumen de reservas del conjunto de bancos, es decir, de la situación del mercado interbancario, y por otro lado, altera las relaciones de los bancos con el Banco Central, porque cuando un banco individual consigue sus reservas directamente del Banco Central este tiene que crearlas de nuevo y así aumenta el volumen de reservas para todo el sistema monetario; si, por el contrario, este banco consigue sus reservas de otro banco, el volumen de reservas o dinero del Banco Central que está a disposición del sistema monetario permanece inalterado. Es decir, la consecuencia directa de la subida de los tipos de interés ha recaído sobre la velocidad de circulación del dinero del Banco Central entre los bancos, lo que ha permitido sostener la expansión del crédito y, en consecuencia, ha provocado una reducción de la liquidez relativa del sistema, esto es, ha aumentado la fragilidad financiera de los balances de la banca.

Un proceso que tomará su propia dinámica: aumenta el área en la que el sistema es inestable. El Banco Central tendrá desde el momento en que el sistema bancario alcance esa situación de inestabilidad pocas probabilidades de seguir mostrando su repulsa a

la expansión económica, en realidad, a la inflación que se empieza a vislumbrar, usando como arma subidas de los tipos de interés.

3.5.2.2 Intermediación financiera y cesiones temporales de activos

El proceso de aceleración en la velocidad de circulación del dinero, y la consiguiente disminución de la liquidez relativa del sistema en su conjunto, no sólo afectará al comportamiento bancario, sino que como si de una epidemia se tratara se contagia al resto de agentes privados, especialmente, a las grandes corporaciones. Las grandes empresas pueden usar los mercados monetarios para sincronizar el movimiento de entrada con el de salida de los flujos de dinero hacia y desde su caja.

El hecho básico es idéntico al que dio origen al mercado interbancario: una empresa dispone de una suma de dinero y el pago que espera hacer con ella no ocurrirá hasta dentro de 24 horas; la empresa puede comprar un contrato para una entrega en 24 horas de una suma de dinero y pagarlo con este dinero “sobrante” El efecto sobre el sistema monetario y financiero en su conjunto de la aparición o expansión del uso de este tipo de contratos es también idéntico a lo que sucedía con los mercados interbancarios. Aparece un nuevo flujo de dinero, que antes no existía, que sustituye la creación de dinero del Banco Central y que está disponible para satisfacer las necesidades del proceso expansivo del crédito bancario, o ahora también de otras formas de dinero privado. El procedimiento que se use para formalizar este tipo de contratos para la entrega a futuro de una suma de dinero puede tener otras consecuencias colaterales.

En general, el futuro en este contexto suele tomar la forma de un contrato de venta de deuda del Estado con el compromiso de recompra de la deuda en 24 horas. La empresa que compra deuda del

Estado se desprende del dinero, el cual va a alimentar el flujo de dinero extra a disposición del proceso expansivo de dinero privado, pero al mismo tiempo se asegura la venta del mismo activo en 24 horas, con lo cual en el precio de venta a futuro se asegura tanto un flujo de dinero de ingreso a su caja como el cobro de un interés por participar en la operación. Si los bancos, como sucedía en el año 57 en los Estados Unidos por una circunstancia histórica como fue la Guerra Mundial, han acumulado en el activo de su balance un volumen considerable de deuda del Estado, pueden procurarse gracias al uso de los mercados monetarios un flujo de dinero extraordinario hacia sus cajas, procedentes de estas cesiones temporales de activos. Si además el mercado monetario crea nuevas instituciones financieras, como “dealers”, que se encarguen de la gestión especializada de este tipo de operaciones, puede suceder que la financiación de la deuda pública recaiga sobre el sector empresas y no sobre los bancos, con lo cual estos, al liberar recursos, pueden seguir financiando la expansión del crédito al sector privado.

En conclusión, como consecuencia de la subida de tipos de interés del Banco Central, puede aparecer, además del interbancario, toda una serie de nuevos intermediarios financieros para familias y empresas, que si bien no son bancos en el sentido legal del término, sí que son capaces de producir activos financieros muy cercanos al dinero. Estos intermediarios tienen, por tanto, un *comportamiento bancario*. Si el depósito a la vista es un crédito al banco que se cierra de un modo inmediato y a la demanda en forma de dinero del Banco Central, estos nuevos activos son créditos que se cierran en la forma de dinero del Banco Central 24 horas más tarde de lo que lo haría un depósito a la vista. Si 24 horas es un intervalo de tiempo despreciable para el acreedor, ambas formas de activos son sustitutivos casi perfectos. Es por esto que a los mercados donde se producen este tipo de activos los denominamos mercados monetarios. Las modificaciones que se producen en estos mercados de forma

espontánea es lo que hemos denominado cambios evolutivos de los mercados monetarios.

3.5.2.3 La expansión financiera en una economía mixta de dinero endógeno

En las secciones 2.3.6 y 2.4.7 se presentaron los esbozos de dos posibles procesos de expansión financiera conducida por el capital en dos contextos distintos de una economía sin Estado. En el primero de ellos, una EIP, el único activo disponible para la financiación externa de las empresas era el dinero. El proceso de expansión financiera se concebía como la relación dinámica de la creación y la destrucción del dinero, lo que determinaba finalmente la evolución del stock de dinero privado de la economía. En el segundo contexto, con la introducción de bancos, la financiación externa de la inversión se podía materializar además de en dinero, como en el caso previo, a través de financiación directa entre empresas, créditos concedidos directamente de una a otra empresa. En las dos situaciones se supuso que el marco institucional de la economía era estable durante la fase expansiva de la economía.

Si atendemos a la importancia que tiene el dinero dentro de las distintas formas de financiación externa de la inversión en una economía determinada, comprobaremos que la accesibilidad de las empresas al dinero como posible fuente de financiación del capital depende, en primer lugar, del papel y el peso del Estado o del Banco Central en los procesos de creación y destrucción del dinero que empleen las familias y empresas en sus transacciones habituales. Si en la EIP el dinero es una forma de financiación indirecta del capital y constituye, además, toda la financiación externa de la inversión corriente, en la EE toda la financiación externa de la inversión está formada por deuda privada que definíamos como financiación directa entre empresas, pero el dinero, que era dinero de Estado, no era ninguna forma de financiación externa para las empresas.

En una economía mixta EMX, donde hay dinero del Banco Central como dinero de Estado, pero también hay bancos comerciales, en el caso de que la inversión tuviese que financiarse mediante un aumento de dinero bajo la forma de depósitos a la vista $-\Delta L$, los trasvases de reservas entre bancos y la necesidad de cumplir con los coeficientes de caja que pueda provocar esa medida, por un lado, y, por otro lado, las subidas del tipo de interés que establece el Banco Central en sus relaciones deudoras o acreedoras con el sistema de bancos comerciales que pueda producirse durante la expansión financiera constituyen efectos negativos sobre *el balance* de la banca que deben contemplarse cuando hablemos de la financiación indirecta del capital en el contexto de la EMX.

Hemos visto en la EE, sección 3.2.3, que cuando no hay acceso directo de las necesidades de inversión al dinero, junto a la sustitución de dinero por capital en las carteras $|\Delta_1 M|$, lo que equivale a un aumento de la velocidad de circulación del dinero de Estado, las empresas pueden financiarse directamente $-\Delta_1 FD$. Si suponemos que la financiación directa toma la forma de *acciones*, donde la cancelación del crédito a las empresas está sujeta a un hecho contingente, se paga sólo en el caso de que haya beneficios, desde el punto de vista de la estructura financiera de la empresa, difícilmente se puede imaginar una forma más correcta de financiación.

Sin embargo, hay dos problemas que debemos contemplar acerca de la posibilidad de sostener, en el capitalismo, un proceso de expansión financiera basado exclusivamente en esta forma de deuda. En primer lugar, que las características de los flujos monetarios de este tipo de activo, incertidumbre y calendario desconocido, puede no corresponderse con las preferencias de los acreedores, por lo que nunca se lograría que el incremento de su demanda de dinero $-\Delta_B M$, en relación con los beneficios del periodo, fuese nula. Y, en segundo lugar, porque, como vimos en 2.4.7.1, en el caso de que toda la

inversión se tuviese que financiar mediante *ahorro ex-ante*, un aumento de la inversión que suponga un aumento del ahorro y una disminución del consumo de un periodo respecto al previo provocará que la renta permanece constante entre esos dos periodos de tiempo.

Descartada la posibilidad de una expansión financiera que se base exclusivamente en la financiación interna o en la financiación directa, y dado que el tipo de interés del crédito del Banco Central aumenta probablemente durante el auge, los bancos comerciales tienen un incentivo para tratar de transformar las carteras de los agentes privados, y poner, de ese modo, el stock de dinero heredado del Banco Central en circulación. Los bancos ofrecerán activos financieros que presentarán una gran semejanza con lo que hemos caracterizado como formas híbridas de dinero, salvo que el plazo para el cierre del crédito en dicha forma es algo más prolongado que el que el depósito a la vista mantiene en dinero de Estado. Estas innovaciones sucederán en los mercados monetarios de acuerdo al patrón que hemos denominado cambio evolutivo. Ejemplos de estas innovaciones son el mercado interbancario (3.5.2.1) o la extensión de la red de intermediarios financieros (3.5.2.2). El efecto final de los cambios evolutivos de los mercados monetarios en términos de las ecuaciones que se introdujeron en la EIP (2.3.6) sería un aumento del crédito bancario a las empresas, $\Delta L > 0$, y una sustitución de dinero de Estado en las carteras de los agentes bien por capital (acciones) o bien bajo otras formas de dinero híbrido o activos próximos, $|\Delta_1 M| > 0$.

La ecuación de fuentes de financiación externa de una economía privada con bancos, $FE^s \Delta_1 FD = \Delta_1 L + |\Delta_1 M|$, una vez se añaden los matices en cuanto a las formas del dinero de la EMX y el papel de los mercados monetarios que hemos destacado en esta sección 3.5, es válida para una economía mixta con dinero endógeno.

Tengamos en cuenta que si bien en las formas no mixtas de economía se presumía que el marco institucional de la economía era estable, esta estabilidad institucional no puede caracterizar a la economía mixta. Hemos supuesto que los comportamientos bancarios de los agentes producen espontáneamente nuevas formas de deudas, y, de ahí, modificaciones en la estructura institucional del sistema financiero. Por otro lado, tengamos en cuenta que estos cambios están provocados por cambios en precios, en forma de modificaciones del tipo de interés. La extensión de la financiación de la inversión mediante activos que cierran el circuito del dinero en formas de dinero no privadas y de acuerdo a calendarios que no corresponden con el correspondiente a los beneficios introduce una fuente de inestabilidad para el futuro de la economía que los usa.

A medida que el volumen de pagos contractuales de la deuda crece durante la expansión financiera, la dependencia de la estabilidad de la estructura financiera, que heredan las empresas, de los beneficios que se obtengan en cada periodo crece en el tiempo. En las fases iniciales de la expansión económica, cuando hay abundancia de dinero de Estado, ya sea en la forma de dinero del Banco Central o en la de Deuda Pública, en las carteras de los agentes, las empresas pueden colocar con facilidad sus deudas de un modo directo en las carteras de los agentes, o proveerse de fondos en los mercados monetarios. Si el conjunto de pagos contractuales de la deuda crece durante la expansión económica, mientras que la base de liquidez última del sistema, digamos dinero de Estado, permanece constante o crece a un ritmo menor, entonces la sensibilidad de las empresas a una caída del volumen de sus beneficios sobre la validación de la estructura financiera heredada aumenta. En ese momento la dependencia de la empresa para procurarse dinero de un modo extraordinario a través de los mercados monetarios aumenta.

Esta doble dependencia de la empresa, con relación al mercado de bienes donde vende y de los mercados monetarios donde puede

procurarse dinero en situaciones de emergencias, implica un punto de inflexión en la evolución financiera de la economía. Desde el momento en que la empresa dependa para su supervivencia no ya del buen funcionamiento de los mercados de bienes, sino también de la posibilidad de refinanciarse en los mercados monetarios, el crecimiento de la fragilidad financiera de su estructura financiera es inevitable.

3.5.3 Las implicaciones políticas del dinero endógeno

El Estado no tiene capacidad suficiente para alterar la naturaleza endógena del dinero en una economía capitalista. El comportamiento bancario, capaz de generar deudas en las que subyace dinero privado, cuya destrucción es continuamente aplazada, en espera de que el capital que financia genere los beneficios suficientes para su cierre definitivo, introduce una fuente de fragilidad e inestabilidad financiera en la economía capitalista casi inevitable. El Estado no puede otorgar a ese tipo de deudas el carácter definitivo de dinero, análogo al dinero privado stock de una EIP, y equivalente, por consiguiente, al dinero del Banco Central; pero tampoco ha sido capaz de impedir su creación. Los tipos de interés, como instrumento de política monetaria, y precio que *equilibra* el mercado, no sólo no frenan esa tendencia de los mercados monetarios de la economía capitalista, sino que incluso la incentivan.

Cómo consecuencia del cambio evolutivo de los mercados monetarios durante el expansión financiera, la supervivencia financiera de la empresa pasa a depender de un modo creciente del buen estado de los mercados monetarios y cada vez menos del mercado de bienes donde vende la producción, y donde se procura los beneficios necesarios para validar los pagos contractuales de su

deuda. Cuando esto sucede el estado de fragilidad financiera del sistema financiero de la economía comienza a perfilarse.

Ante este estado de la economía, el Estado debe ejercer su poder para acabar con los sucesos de inestabilidad financiera de la economía en caso de que se produzca, uno de los cuales pueden ser una *crisis financiera*. Dado que la capacidad del comportamiento bancario de eludir las restricciones de las autoridades en materia monetaria tiene bastantes probabilidades de tener éxito, no es exagerado afirmar que la exogeneidad total del dinero exigiría la introducción de un rasgo institucional radical (anticapitalista) en las economías monetarias: la prohibición a todos los agentes privados de que puedan formalizar ningún tipo de deuda que pueda usarse como dinero. Esto es, prohibir cualquier comportamiento bancario de las familias y empresas. Por extensión, prohibir la existencia o la operativa libre de la banca comercial.

La banca es, como bien sabemos, una práctica financiera esencial del capitalismo. Es por eso, que la discusión entre dinero endógeno y exógeno tiene unas implicaciones teóricas y políticas mucho más importantes de las que una simple descripción de conceptos podría hacernos creer. Henry C. Simons, en su defensa inteligente del liberalismo en materia monetaria, introdujo como parte del credo liberal la idea del dinero exógeno, el fundamento del monetarismo de Friedman, sin embargo, su esfuerzo por conseguir este tipo de dinero, coherente con su fe liberal, le lleva a descubrir la naturaleza del comportamiento bancario y su gran extensión, este es el punto de partida para el trabajo de Hyman P Minsky, el antecedente más importante del dinero endógeno contemporáneo :

“ Banking is a pervasive phenomenon, not something to be dealt with merely by legislation directed at what we call banks. The experience with the control of note issue is likely to be repeated in the future; many expedients for controlling similar practices may prove ineffective and disappointing because of the reappearance of prohibited practices in new and unprohibited forms. It seems impossible to predict what forms the evasion might take or to see how

particular prohibitions might be designed in order that they might be more than nominally effective. But we perhaps approach insight when we conceive that problem broadly as that of achieving a financial structure in which the volume of short-term borrowing would be minimized, and in which only the government would be able to create and destroy either effective circulating media or obligations generally acceptable as hoards media. More narrowly (with reference to depressions), the problem is one of moving toward a system in which creditors would be unable quickly to demand, and to require enterprises generally to undertake, rapid and impossible liquidation.⁴¹ ”

En el liberalismo original de la Universidad de Chicago, cuna del *monetarismo norteamericano moderno* (Friedman) y de la *hipótesis de la fragilidad financiera* (Minsky), el dinero exógeno se concibe como una cantidad de dinero controlada de acuerdo a unas reglas que respetarán tanto los mercados como las autoridades; su máximo exponente, Henry C. Simons, en los momentos difíciles del liberalismo, cuando sus practicantes defendieron políticas contrarias a su credo por pragmatismo, defendió en solitario la posición liberal para la cuestión monetaria: *las reglas deben prevalecer sobre las autoridades*.

⁴¹ El comportamiento bancario es un fenómeno muy extendido, no es algo a lo que podamos enfrentarnos meramente con una legislación sobre lo que llamamos bancos. La experiencia con el control de la emisión de billetes es probable que vuelva a repetirse en el futuro; muchos intentos para controlar prácticas similares pueden resultar ineficaces y frustrantes porque las prácticas prohibidas vuelven a aparecer bajo nuevas y aún no prohibidas formas. Nos parece imposible predecir que formas de evasión tendrán lugar o ver de que modo prohibiciones concretas deben ser diseñadas para que sean algo más que nominalmente efectivas. Pero quizás nosotros aumentamos nuestra percepción cuando concebimos con amplitud el problema como aquel que tiene como meta una estructura financiera en la que el volumen de préstamos a corto plazo sean minimizados, y en la cual sólo el gobierno sea capaz de crear y destruir bien el medio circulante efectivo o las obligaciones que son aceptables como depósito de valor. Más concretamente (en lo que respecta a las depresiones), el problema es cómo ir hacia un sistema en el los acreedores sean incapaces de demandar con rapidez, y obligar a las empresas generalmente a ejecutar, una liquidación rápida e imposible. [Traducción propia: Henry C. Simons (1948): p. 172-173].

El credo liberal, incluso en la expresión que más simpatías puede despertarnos, la de Simons, sin embargo, nos parece idealista. Básicamente por dos razones: una, porque el dinero exógeno tiene como fuente última la autoridad y no el mercado, y, dos, porque el arreglo liberal es radicalmente anticapitalista. Para que el arreglo se ajuste a la fe liberal, no sea una manifestación de autoridad arbitraria del Estado, hay que conseguir que la autoridad se someta a las reglas, sólo ella puede mostrar a los mercados que existe una regla en asuntos monetarios, que ellos deben conocer con objeto de actuar en consecuencia. El establecimiento de reglas abre el conflicto entre la autoridad y la libertad individual, porque con reglas o sin ellas, será siempre una autoridad quien imponga el dinero exógeno a los individuos, a la sociedad y a los mercados. O sea, antes hay que establecer las libertades imprescindibles o accidentales en la sociedad libre (a free society), cuales se deben tolerar y cuales se pueden eliminar sin consecuencias para la sociedad libre, e incluso aquellas cuya eliminación es necesaria socialmente.

Hay que decir en favor de Simons, al contrario del liberalismo dogmático de estos días en que “*todos somos liberales*”, que era perfectamente consciente de que para conseguir una sociedad libre este tipo de arreglos institucionales previos eran del todo necesarios. Lo que plantea Simons es, sin duda, una reforma institucional de hondo calado para una economía de mercado que debe ser el sostén de una sociedad democrática, pero que falla en el logro de su objetivo social. Pero el cambio institucional puede cuestionar la naturaleza de la economía sobre la cual se quiere construir la sociedad libre. Es en este punto donde aparece nuestra segunda crítica a la posición liberal.

El capitalismo, como parece demostrar su historia, no puede tolerar un arreglo institucional anticapitalista como la eliminación *de facto* del comportamiento bancario de la economía. Simons era consciente del problema que la banca suponía a su propósito de conseguir un dinero exógeno bajo el control de reglas impuestas a la

autoridad. Sin embargo, supuso que el capitalismo podía aceptar este tipo de instituciones, que admitiría una reforma institucional profunda y no meramente accidental. Es en este punto que Hyman P. Minsky se aleja de la perspectiva liberal de su maestro. La reforma institucional del capitalismo es necesaria e imprescindible, Simons tenía razón, pero nos parece que la imposición de un dinero exógeno al capitalismo tiene más inconvenientes que ventajas.

La posición de Keynes y de Minsky, consideradas de un modo sintético, pueden arrojar alguna luz sobre la agenda a seguir para la reforma institucional del capitalismo:

Las distintas expresiones del monetarismo y el ideal liberal sobre asuntos monetarios, que se materializan en el dinero exógeno, provocan efectos y respuestas del capitalismo que desde un punto de vista económico, político y ético son inadmisibles; la más importante, sin duda, es el desempleo de los trabajadores. La situación de desempleo que se pone como cura a la evolución financiera capitalista comprende además los siguientes fenómenos perjudiciales adyacentes: 1. Deflación, 2. movimientos bruscos, imprevisibles y, sobre todo, inadecuados de la preferencia por la liquidez, 3. subidas de tipos de interés y variabilidad extrema, 4. controles a los movimientos de capital, 5. restricciones al crédito, 6. quiebra de instituciones financieras, 7. cierre de empresas (especialmente exportadoras), 8. apreciaciones de la moneda nacional y deterioro de la balanza por cuenta corriente, 9. caída de los beneficios empresariales, 10. caída del precio del capital, y 11. incentiva la fragilidad financiera.

El modo en que estos fenómenos aparecen en un proceso, tal como el que describió Irving Fisher como “*deflación con deuda*”, es un problema teórico importante, pero también tiene su aspecto histórico insoslayable; sin embargo, la consecuencia suele ser siempre la misma: el desempleo para los trabajadores. Como Keynes escribió, según Kaldor en el mejor panfleto que nunca se haya escrito contra

el monetarismo y muy adelantado para la época en que se escribió, 1925, hablamos de "The Economic Consequences of Mr Churchill", el ideal monetarista es un ataque a la clase trabajadora⁴². La postura de Keynes y de Minsky es que el pleno empleo debe ser el objetivo político primordial en la sociedad libre, por delante de cualquier otro, incluso la inflación. En conclusión, la institución del dinero exógeno es una reforma inadecuada para nuestras economías monetarias, donde el dinero esencialmente es endógeno.

Ahora bien, si el dinero endógeno se acepta, con el se admite inevitablemente un sistema económico inestable. Deben, en consecuencia, crearse instituciones específicas que amortigüen la inestabilidad o que la disminuyan, con la conciencia de que no existe un conjunto de instituciones que conviertan al capitalismo en un sistema estable de una vez y para siempre, tal y como pretendía la reforma institucional de Simons.

Si bien los objetivos están claros, se cuenta con una teoría adecuada y correcta, sin embargo, el tipo de instituciones que deben introducirse, o cuando deben abandonarse, su efectividad, son cuestiones muy complejas, sobre las que siempre habrá que mostrar cautela y evitar posturas arrogantes. Hasta el momento, el capitalismo ha usado a las autoridades, principalmente, las intervenciones del Banco Central, como prestamista de último recurso, y el déficit público del Estado, para estabilizar su economía cuando ésta entraba en una región de inestabilidad manifiesta. En el futuro, esperamos se puedan introducir nuevos pactos sociales para el logro de una mayor estabilidad de nuestras economías. Una idea especialmente atractiva en este respecto es la del Estado como empleador de último recurso.

⁴² Kaldor (1982): ix

3.5.4 Crítica metodológica a la economía cuantitativa

La naturaleza “esencialmente” endógena del dinero es probablemente una razón que por si sola explica el fracaso evidente de la modelización matemática que tomó como postulado la existencia de un dinero exógeno y que, rebasando -como dice Simmel- sus límites, sin un estudio histórico y empírico previo, generalizó sus resultados a cualquier economía de mercado, sin consideración alguna a cuestiones de tiempo o espacio. El daño causado por este tipo de razonamiento económico muy arrogante, que no atiende a la verdadera naturaleza de las cosas, es lo que Nicholas Kaldor denominó “*el azote del monetarismo*”

Fracaso que transmitió a su vez a la investigación econométrica en la búsqueda de funciones de demanda de dinero; porque como suele suceder cuando la observación de la experiencia es guiada por una teoría falsa, la adecuación de los datos que genera la experiencia al modelo teórico, a través fundamentalmente de modelos econométricos, exige una habilidad de conformación de lo uno a lo otro admirable. Los econométricos que han estimado funciones de demanda de dinero, guiados por su compromiso con la teoría cuantitativa y el ideal de dinero exógeno (supuesto teórico por el que los excesos de oferta de dinero generan inflación) han visto como lo que ellos definían como dinero invalidaba una y otra vez su teoría. Como suele suceder en estos casos en que surge un enigma (Kuhn, 1962), la teoría se impuso finalmente a la experiencia: se convirtió en dinero todo lo que confirmase la ecuación *a priori*. La Ciencia ha tocado sus límites, por eso ha entrado en un círculo vicioso, donde lo que se intenta demostrar está ya demostrado antes incluso de que comience la demostración: un comportamiento que nos causa malestar.

Se cae de ese modo en un círculo vicioso porque el dinero es esencialmente un tipo particular de deuda, que se manifiesta de

modos diversos, y no una mercancía, objeto cuya expresión es física y tangible. Y, por eso mismo, imposible de definir al margen del tiempo que tarda en cerrar su círculo. Está definida esta diversidad por el conjunto de instituciones específicas que caracterizan a la economía real en la que se intenta determinar la naturaleza exógena o endógena de su dinero. La respuesta a la pregunta que se ha formulado, que señala los límites del pensamiento matemático y econométrico, debe darse con un método distinto, en particular, con un análisis de las instituciones monetarias y financieras características de dicha economía, es decir, mediante un conocimiento directo y cierto de lo que está sucediendo realmente en los mercados monetarios y financieros, lo que sólo se puede conseguir si uno mismo, como científico, toma el papel de observador de mente abierta y dudoso de su conocimiento del mundo exterior.

3.6 Teoría de una economía monetaria

3.6.1 Crítica de la economía no-monetaria

La economía ideal en la que aparece el dinero-mercancía como encarnación del medio generalmente aceptado de pago aspira a ser una representación de otra economía que sea real. No lo es.

La economía donde sólo hay mercancías es una economía de trueque. Por alguna razón se le ha presentado como una expresión de la metáfora de la mano invisible de Adam Smith (Ingrao, 1987) y, de ahí, se le ha emparentado con la fe liberal en el individuo y la correspondiente desconfianza hacia las autoridades de economistas, por ejemplo, como Henry C. Simons. Ese tipo de conexiones, a nuestro parecer, entre trueque y liberalismo no son necesarias.

La economía sin dinero, al menos en su versión más acabada, está directamente relacionada con la introducción deliberada de los modelos matemáticos de la naturaleza en la explicación de los procesos económicos del mundo real (Mirowski (1989) *Economics as Social Physics, Physics as Nature's Economics*). La teoría del equilibrio general, tanto en la presentación original de Leon Walras como en las posteriores, es el mejor ejemplo de una representación idealizada de la realidad económica como sistema físico, donde : (a) Los agentes económicos, en verdad, pagan con lo que tienen, o sea, sus dotaciones iniciales de mercancías; (b) no existen vínculos directos y duraderos entre los individuos, en particular, no existe ni el crédito ni la deuda; y, (c) No hay autoridades.

El hecho de que los agentes intercambien sus mercancías pasando por un paso intermedio (llamado dinero) no es óbice para que lo que finalmente hagan los individuos es trocar sus mercancías por las de los demás. El trueque sigue siendo el suceso elemental, y única actividad económica permitida, incluso aunque ese no sea el procedimiento de intercambio. No hay diferencia. Este tipo de economías donde los agentes tienen la certeza de que sus posibilidades de comprar dependen sólo de sus dotaciones iniciales, que esto es lo único que se necesita para pagar, es lo que denominaremos *economía de trueque*.

El dinero en la visión walrasiana de la economía es secundario. Su ser está dado por el propio modelo y no por la experiencia. Una vez más, dinero es lo que dice el modelo que es dinero. Recordemos que los individuos en este modelo intercambian mercancías a través de las ofertas y las demandas que realizan en los distintos mercados (esta imagen del trueque es más sofisticada que la de dos sujetos que se encuentran para intercambiar sus excedentes). En este contexto, los agentes necesitan conocer los precios de todas las mercancías para que puedan formular sus ofertas y sus demandas al mercado. Esto es, deben ser conocidas las fronteras de consumo de cada individuo. Sin

embargo, la existencia de muchas mercancías, cada agente tiene varios recursos a partir de los cuales conseguir los distintos bienes que le interesan, hace difícil la expresión de la restricción presupuestaria en una ecuación. Dado que un bien X , deseado por un sujeto cualquiera en la economía de trueque, tiene distintos precios absolutos, cada uno correspondiente a la unidad de medida (unidad de cuenta) del recurso que se considere, la conversión de todas las expresiones que existen de los precios absolutos de un bien X en el trueque (que se deben a las distintas unidades de medida existentes para expresar ese precio) a sólo una pasa por escoger una unidad de medida entre las varias existentes, es decir, en establecer una unidad de cuenta⁴³. La mercancía que da la unidad de cuenta aquí se considera dinero y estos precios absolutos son además monetarios.

Al proceder de este modo, el dinero en Walras es dinero-mercancía y puede ser explicado posteriormente como medio de pago generalmente aceptado. Además, el dinero es exógeno. Se supone que los individuos dan sus órdenes de compra y venta en los distintos mercados de acuerdo al precio monetario de los distintos bienes, que no coincide necesariamente con los absolutos. Estos precios si pueden definir con exactitud su restricción presupuestaria, esto es, el conjunto de consumo accesible y los precios relativos para cualquier par de bienes. Las preferencias, como sabemos, están dadas por la naturaleza. El sistema que establece los precios monetarios de los bienes es tal que es capaz de determinar el conjunto de precios para el que todos los mercados están en equilibrio. Cualquier agente puede vender sus mercancías y comprar las que desee. Esto es, se consigue que todos cambien unas mercancías por otras (se produce el trueque entre los distintos agentes económicos). El equilibrio es absolutamente necesario para que se de el trueque, esto es, para que

⁴³ Esta unidad de cuenta tiene un significado distinto al money-of-account de J.M. Keynes. Mientras en Keynes la unidad de cuenta es la unidad ficticia de medida del crédito, aquí es una de las unidades de medida, entre las varias existentes, de los precios absolutos, las cuales no son ficticias.

no tenga que aparecer el crédito entre agentes. En conclusión, *si hay equilibrio* en los mercados: *¿para qué se quiere el dinero?*.

A su vez, el dinero, como mercancía que es, tiene su oferta y su demanda. En este contexto, se consigue además que el dinero sea neutral. Es decir, la cantidad de dinero no afecta a las cantidades intercambiadas de las demás mercancías, a los precios relativos, sino sólo a los precios monetarios. Por ejemplo, supongamos que el dinero es oro y que el descubrimiento de un nuevo yacimiento aumenta la cantidad que se ofrece de este metal. Las cantidades de todas las demás mercancías siguen siendo las mismas. Que se haya descubierto una mina de oro no implica que los campos ahora den más trigo. La existencia de una mayor cantidad de una de las mercancías frente a todas las demás, que permanecen constantes, lleva a que el sistema de precios ajuste el conjunto de precios monetarios de un modo determinado: (1) eleva los precios monetarios de todas las mercancías de tal manera que, al conservar intactos los precios relativos de todas las mercancías que no son oro, los equilibrios en estos mercados se mantienen, y (2) los precios monetarios más elevados llevan a que los individuos demanden más oro para mantener el poder de compra del oro que acumulan como activo. Se eliminan así los excesos de demanda que puedan haber en los mercados de bienes y el exceso de oferta en el mercado de oro que causa un aumento de la cantidad ofrecida de éste en la economía.

3.6. 2 Dinero en Keynes

Para comprender la *HFF*, urge la construcción de *una teoría de la economía monetaria* que supere las limitaciones que impone al pensamiento la economía de trueque, que es de una realidad sin dinero. Los modelos de equilibrio no nos sirven: ni en su expresión estática, ni en su extensión dinámica. El origen de la teoría que buscamos está localizado en la figura y la obra de J.M. Keynes.

El dinero crédito concebido como la pieza angular del edificio financiero no es menos efectivo que su concepción clásica en la transmisión de modelos o visiones de la realidad, como hemos indicado al inicio de este capítulo. Sin embargo, debemos señalar, en este momento final, que hay algo más detrás de estas dos visiones del dinero, una distancia abismal las separa, la que corresponde a dos concepciones del mundo radicalmente opuestas entre sí. Bien se podría afirmar que los juegos del lenguaje del dinero clásico y del dinero institucional no sólo son radicalmente distintos entre sí, sino que también los sujetos que hablan lo son.

La autora que mejor ha explicado estas diferencias fundamentales entre los clásicos y los keynesianos es, a nuestro parecer, Sheila C. Dow, quien reconoce detrás de clásicos y keynesianos dos actitudes intelectuales contrapuestas, el cartesiano-euclidiano frente al estoico romano⁴⁴ :

“ A general equilibrium framework, which is the logical outcome of a Cartesian-Euclidean approach to economics, cannot incorporate money, uncertainty and historical time in the sense of the terms employed by Post-Keynesians. Similarly, the Post-Keynesian framework, which is the logical outcome of a Roman-Stoic approach, cannot generate universal theorems from basic axioms.”

El interés por el dinero marca la diferencia entre unos y otros. Nos parece que la caracterización del economista keynesiano como manifestación tardía del estoicismo romano es una descripción fiel, no ya de la obra de este tipo de economistas, sino incluso de su perfil psicológico básico. Una descripción que aceptaremos como propia a

⁴⁴ Una estructura de equilibrio general, que es el resultado lógico de una aproximación cartesiana-euclídea a la economía, no puede incorporar dinero, incertidumbre y tiempo histórico en el sentido que el término se emplea por los Post-keynesianos. Análogamente, la estructura post-keynesiana, que es el resultado lógico de una aproximación estoico-romana, no puede generar teoremas universales a partir de axiomas fundamentales. [Traducción propia: Sheila C. Dow (1993): p. 15].

partir de ahora. Examinaremos, con un poco más de detalle, la teoría monetaria de J.M. Keynes, estableciendo puentes entre la obra original de Keynes y la HFF de Minsky.

Tal y como se recoge en el conocido artículo de Dillard, “Teoría de una Economía Monetaria” (1955): “*el dinero es el concepto central de la economía de John Maynard Keynes. Contemplando el conjunto de su obra, esta proposición apenas parece discutible*” A diferencia del juego clásico, donde el dinero resulta de un modelo de realidad dado a priori, *la economía de trueque*, la mentalidad estoica, como dice Sheila C. Dow, investiga primero la naturaleza del dinero desde una perspectiva institucional, es decir, tal y como se presenta a la experiencia y sólo posteriormente se crean representaciones del mundo real. Aunque haya un proceso de abstracción para generar un modelo o teoría de la realidad, se intenta que en la visión resultante el dinero siga existiendo como elemento significativo y empírico. El dinero no se excluye; existe con las mercancías y es algo distinta a estas. La economía con dinero institucional es lo que llamaremos “economía monetaria” Sobra decir que la “economía monetaria” no es la “economía de trueque” En la primera hay dinero real y en la segunda no.

En el “*Treatise on Money*”, dinero es lo que el Estado establece como materialización del dinero cuenta (*money-of-account*), que es aquello en lo que se expresan los precios, los pagos contractuales de la deuda y el poder general de compra. El dinero está, para Keynes, ligado a la autoridad. Este planteamiento acerca de la naturaleza del dinero es Cartelista. El dinero para el Estado, como sabemos, no tiene por qué ser el que emite el Estado, sino el que reconoce el Estado como tal. Y que dicho reconocimiento se manifiesta en el hecho de que se acepta para el pago de impuestos. Por ejemplo, el dinero del Estado en las sociedades modernas sería el dinero de la Banca Comercial. Esta aproximación a la naturaleza del dinero es muy similar a la definición circulatoria del dinero que hemos

establecido en esta tesis. En este sentido, el contexto de dinero de y para el Estado de este capítulo está de acuerdo con el marco institucional que encontramos en la obra de J.M. Keynes.

3.6.2.1 Teoría de los dos precios

En el capítulo 17 de la Teoría General, Keynes establece una definición general del dinero, donde se relaciona con las propiedades esenciales de los activos, y, en particular, con el interés propio de los activos. El modo en que se aborda la definición del dinero es diferente, pero complementaria, al planteamiento circulacionista. Ahora, al ser dinero, añadimos la función dinero. Dicha función se enmarca en una teoría dual de los precios de los activos. Aunque, en principio, lo que funciona como dinero puede ser distinto a lo que en la sociedad se establece como dinero, sin embargo, es prácticamente imposible que esa separación se de en la realidad. Es decir, si es el Estado el que define lo que es dinero, es seguro que hará que tal dinero para el Estado también funcione como dinero para los agentes privados.

Entendemos por activo cualquier bien durable. Su propietario, por consiguiente, puede conservarlo durante más de un presente. Supuesto que el sujeto pueda comprar la entrega futura de una cantidad del activo A, digamos A^F , pagando en el presente con ese mismo activo, digamos A. Designemos al precio de ese futuro $P_{A^F, A}$. El interés propio del activo se define como el exceso porcentual de la cantidad futura a entregar sobre la cantidad presente que se ha pagado. Es decir:

$$i_A^* = \frac{1}{P_{A^F, A}} - 1$$

Por ejemplo, para el caso de que el activo sea el dinero, $P_{M^F, M} = \frac{1}{1+r}$, donde r es el tipo de interés del dinero. El contrato de una entrega futura de un determinado activo, con pago al contado en términos del mismo activo, puede concebirse como un préstamo de dicho activo con devolución en fecha determinada. El dinero es, en el mundo real, la única mercancía que permite un tipo de contrato a futuro tal y como el que hemos descrito anteriormente. Para el resto de mercancías, el contrato a futuro se suele expresar en términos de una entrega futura de dinero. Es decir, como el establecimiento con certeza del precio futuro del activo P_A^c . Cuando existe este tipo de contratos futuros, el tipo de interés del dinero es una de las componentes en el cálculo del tipo de interés propio de cualquier mercancía.

En la posesión de un activo se definen tres aspectos que sumados dan el interés propio de ese activo. Primero, prestan un rendimiento o un servicio a su propietario. Por ejemplo, una vivienda ofrece prestaciones tales como cobijo, protección, un alquiler, etc.; un elemento de capital una porción de la producción futura en que participe. Estas prestaciones o servicios que presta un activo es lo que Keynes denominó rendimiento del activo, simbolizado por la letra q . Segundo, dado que el paso del tiempo implica un desgaste del activo, este rendimiento negativo del activo debe computarse en el cálculo de interés propio. El desgaste o depreciación de un activo lo simbolizamos con la letra c . El rendimiento neto sería, por tanto, $q - c$. El propietario de un activo puede ver como este crece o decrece en el transcurso de un intervalo de tiempo. Al finalizar el periodo, la cantidad inicial del activo estará mermada por el desgaste sufrido pero incrementada por el rendimiento obtenido.

Y tercero, queda señalar, por último, un servicio que se puede solicitar de un activo que no está relacionado con las prestaciones o

servicios propios de ese activo. Nos referimos al concepto de liquidez de un activo. El significado preciso de la liquidez lo ofrece Keynes en *The General Theory of Employment* de 1937. Mientras que todos los servicios representados por q dependen de las características físicas del objeto, la liquidez responde a una necesidad psicológica del poseedor de riqueza. La liquidez alivia la desazón que el desconocimiento del futuro provoca en cualquier poseedor de riqueza. Líquido se dice de la materia que se adapta igual de bien a cualquier forma que le exija el continente en que se le arroja. En este sentido, un activo es tanto más líquido en relación a la velocidad con que pueda responder a una contingencia futura que exija la prestación de un determinado servicio. Esto implica necesariamente que este activo se pueda transformar rápidamente en otro activo, en aquel que da cumplimiento a la contingencia. La liquidez del activo la representamos por l

El interés propio de un activo, en términos de sí mismo, es la suma de los servicios prestados, el desgaste sufrido y su liquidez:

$$i^* = q - c + l$$

El interés propio de los distintos activos no tiene por qué coincidir. El activo cuyo interés propio sea el más elevado domina, en este aspecto, al resto de activos. Para establecer comparaciones entre los intereses de los distintos activos se expresará el interés propio en términos del activo cuyo interés propio es dominante. El dinero es el activo que, en general, tiene el interés propio más elevado. Supuesto que el coste de mantenimiento del dinero sea nulo, todo el interés propio del dinero está explicado por la liquidez que ofrece.

Para expresar el interés propio de un activo en términos de dinero, se multiplican las cantidades de dicho activo por el precio monetario del mismo en los diferentes momentos del tiempo que se consideran, presente y futuro. Se introduce así la tasa de apreciación

o depreciación del activo en términos de dinero. El interés de un activo 1 expresado en dinero sería aproximado por la ecuación:

$$i_1 = i_t + a_1$$

Si el tipo de interés del dinero es el tipo de interés propio de referencia para todos los activos, el descuento de i_1 al tipo de interés del dinero ofrece el precio de demanda de una unidad monetaria invertida en ese activo. Este valor multiplicado por el precio del activo nos dará el precio de demanda del activo. Es de este modo que la relación entre los tipos de interés propios de un activo 1 con el del dinero determina el precio del stock de ese activo.

En este sentido, *la teoría del interés en Keynes debe entenderse como una teoría del establecimiento de los precios de los stocks o del activo*. Es la diferencia entre el precio del activo o precio de demanda del stock y el precio de oferta o de producción de nuevas unidades de ese activo (flujo) el que determinará si el activo se produce o no se produce. En el caso de que el precio de demanda del activo caiga por debajo del precio de oferta de ese activo, la producción del mismo se interrumpe.

Si definimos la eficiencia marginal del activo como la tasa de descuento que iguala a uno el interés propio del activo medido en dinero, entonces los activos para los que el precio de demanda es mayor que el precio de oferta, cumplirán también que su eficiencia marginal es mayor que el tipo de interés del dinero.

El dinero es el activo cuyo interés está explicado exclusivamente por la liquidez que ofrece. Es decir el valor de q y de c en el dinero se pueden considerar nulos. Esto es, en la mayoría de los activo el interés propio desde el punto de vista marginal es decreciente. La resistencia del dinero a disminuir de un modo estable la liquidez de la unidad marginal, es para Keynes la principal causa de la caída de los precios de los restantes activos. Es decir, la causa de que finalmente se pueda paralizar la producción de los mismos.

INCERTIDUMBRE Y TIEMPO

Un día le preguntó:

*¿También a ti te enseñó el río aquel secreto: que el tiempo no existe?
Una clara sonrisa iluminó el rostro de Vasudeva.*

*Si, Siddhartha -repuso-. Te estarás refiriendo sin duda a lo siguiente:
que el río está a la vez en todas partes, en su origen y en su
desembocadura, en la cascada, alrededor de la barca, en los rápidos, en el
mar, en la montaña, en todas partes simultáneamente, y que para él no
existe más que el presente, sin la menor sombra de pasado o de futuro*

(Hermann Hesse, 1950⁴⁵)

*Si por eternidad se entiende no una duración temporal infinita, sino la
intemporalidad, entonces vive eternamente quien vive en el presente.*

(Ludwig Wittgenstein, 1918⁴⁶)

Hasta el momento hemos estudiado la hipótesis minskiana en diversos contextos institucionales. Preocupándonos, especialmente, por la dimensión financiera del capital que correspondía a diversos tipos de economía, y, según la cual, se establece una relación

⁴⁵ Traducción española, 1982: pág. 136.

⁴⁶ Versión española de Enrique Tierno Galván, 1984: pág. 199.

específica ente dinero, capital y finanzas. Al introducir, en los distintos tipos de economía mencionados, un proceso de crecimiento del stock de capital y del flujo de renta, estudiamos las características generales de la expansión financiera que se producía en esas economías y su posible evolución hasta alcanzar una situación de fragilidad financiera. El planteamiento adoptado hasta ahora era, pues, básicamente macroeconómico y dinámico. En este capítulo, nos planteamos por el proceso de fragilidad financiera al nivel de un individuo cualquiera de la economía.

El análisis de la fragilidad financiera desde la perspectiva micro, cuando nos preguntamos por la evolución del balance de, por ejemplo, una empresa individual, nos conduce a considerar el modo en que esa empresa conoce el futuro. En un lenguaje actual, nos lleva a la pregunta de cómo son las expectativas del sujeto o agente económico. En nuestros días, por la influencia de la escuela de las expectativas racionales, es un supuesto de la Teoría Económica generalmente aceptado considerar que el resultado futuro de una determinada acción individual suele coincidir con la expectativa que el individuo tenía de dicho resultado cuando tomó su decisión. Se justifica este supuesto en el hecho de que los individuos aprenden de los errores cometidos, que conocen el modelo de la realidad en que viven (el agente del modelo conoce el modelo), usan toda la información disponible para realizar sus predicciones, etc.

Bajo el supuesto de “expectativas racionales”, sin embargo, no es posible que un agente económico aumente el nivel de fragilidad financiera de su balance durante el auge económico, dado que en determinado momento, cuando se alcance el estado de fragilidad financiera y se pueda dar una crisis financiera, sus expectativas serán frustradas por la realidad que el mismo ha ido construyendo. Los que creen en el individuo de las expectativas racionales nos dirán que el individuo es más inteligente que lo que supone la *HFF*, y que seguramente en su modelo de la realidad debe haber contemplado la

posibilidad de existencia de situaciones de fragilidad financiera y de crisis financiera, de tal manera que al saberlo hubiese corregido sus decisiones, hubiese fortalecido su balance, y no se hubiese producido el estado de fragilidad financiera.

La tesis que mantenemos en este capítulo es que el supuesto de expectativas racionales no es ningún presupuesto de racionalidad subjetiva, sino que, al contrario, el individuo con expectativas racionales, conocedor perfecto del futuro, que se considera en esa clase de modelos, es irracional y, por consiguiente, irreal. El modelo de racionalidad que se propone para el individuo que toma decisiones en el presente con consecuencias futuras, distinto al de expectativas racionales, se fundamenta en tres puntos.

El primero, que tratamos en la sección 4.1, atiende a la realidad dinámica en la que vive cualquier humano. Para el individuo no es sencillo reconstruir, mucho menos por adelantado, las realidades que evolucionan en el tiempo. La conciencia subjetiva de lo temporal es problemática. Explicamos las posibles acciones del individuo en el tiempo en torno a dos tipos: las previsiones y las proyecciones.

El segundo punto, en la sección 4.2, resulta de desarrollar el concepto de incertidumbre de J.M. Keynes a partir de la lógica de los argumentos *no ciertos o probables* descrita en el *Tratado sobre la Probabilidad*. Consideraremos que toda acción intertemporal del sujeto y la expectativa que lo sostiene tiene que basarse en un argumento probable. Es decir, tal y como explica Keynes en el *Tratado sobre la Probabilidad*, debe existir un conocimiento directo y un conjunto de relaciones lógicas que permitan extraer como una conclusión de aquel lo que se cree será el futuro. En el grado de creencia con que se sostiene un argumento va a jugar un papel fundamental *el peso de los argumentos*. El simple hecho de que un argumento cuente con mayor cantidad de conocimiento directo en su elaboración puede aumentar el grado de credibilidad que racionalmente un individuo le otorga. Si en una economía

capitalista, durante el crecimiento, la información directa de que dispone un sujeto es que la economía es estable y que el sistema no padece ninguna crisis financiera, ¿por qué iba a creer el sujeto, racionalmente, que el sistema económico es inestable?.

En el tercer punto, que se desarrolla en la sección 4.3, consideraremos la relación que existe entre un sujeto que tiene dificultades para conocer el futuro y el establecimiento de convenciones dentro del grupo al que pertenece. Esperamos que en un mundo con incertidumbre sea común la existencia de tales convencionalismos. Cuando los comportamientos convencionales están extendidos dentro de una población, la posibilidad de que aparezcan especuladores que intenten explotar los cambios en las creencias convencionales puede tener como efecto que eliminen de la población a los pocos sujetos que se esfuerzan por tener un conocimiento más racional de lo que sucederá en el futuro.

4.1 *La realidad dinámica*

4.1.1 Conciencia de la realidad dinámica

Las decisiones más trascendentales para el sujeto, algunas relacionadas con el rumbo de la vida y otras materiales cuyo fin es lograr un ingreso, no empiezan a mostrar sus consecuencias o sus frutos hasta algún tiempo después de que se han tomado. Una nebulosa tristeza ensombrece nuestro rostro si se percibe que el *presente* es el futuro de un pasado inamovible más o menos remoto, y es el pasado moldeable de un futuro que será *presente*; el presente subjetivo es casi nada.

Al comprender cualquier acto que tenga para el sujeto que lo realiza consecuencias futuras como un mero fenómeno psicológico, por tanto, cuando se le describe desde la perspectiva subjetiva, se ve que la conciencia que un humano puede alcanzar sobre dicho acto es incompleta, cuando no borrosa o imposible. La reconstrucción subjetiva del tiempo es, posiblemente, un proceso que desarrolla la mente con el fin primordial de racionalizar el caos y la desazón que causa la mirada quieta de un flujo incesante de "tiempo" -de lo temporal o de lo que se nos muestra progresivamente y no de una vez-, es decir, de la *realidad dinámica*. Es la manera en que la razón ofrece alivio al espíritu que sufre a causa de la existencia del tiempo. Pero el esfuerzo racional por verlo de una vez, puesto que sólo así somos felices, señala también nuestra incapacidad para ver el objeto tal como realmente es en el tiempo.

Nuestro lugar de observación es inadecuado. Porque si sólo contemplásemos el instante preciso o presente efímero, uno detrás de otro, en el cual aquello que progresa en el tiempo se nos presenta ante la conciencia, sin registrar los momentos pasados para recordar e imaginar los que han de llegar, no podríamos alcanzar una visión amplia de la serie de los instantes que se nos han ido apareciendo y aparecerán; y sin la cual no sería correcto decir que hemos visto o que estamos viendo lo que se observa. Esta parece ser la idea que apunta Hesse en *Siddhartha*. Si eso fuera humano, entonces la realidad es y está presente. Una percepción del tiempo más propia de dioses que de humanos. Pero también es verdad, como señala Wittgenstein, que la vida es sólo un presente, lo demás debería importarnos nada. Ver el presente y sólo el presente es lo único verdadero a lo que podemos aspirar en nuestra condición humana. Y ello no es poco. En muchas ocasiones, no vemos ni eso.

Una estructura dinámica sencilla que puede servirnos de modelo de las otras más complejas -y, por tanto, una primera aproximación de la producción de la acción del sujeto por el sujeto

con la que se construye a sí y al mundo- es, por ejemplo, la *música*; un modelo dinámico perfecto de sujeto si se produjera a sí misma: la música con vida independiente es la música soñada por los últimos compositores románticos. Pensemos, en primer lugar, que la percepción de la realidad que se nos presenta como “música” es indisoluble del tiempo a través del cual esta evoluciona: escucharla (“*observarla*”) es algo más que escuchar sólo los sonidos que suenan en cada presente que se nos va, aunque ese sea el modo en que ese objeto se presenta a la mente, esto es, en partes independientes que se suceden las unas a las otras “en el tiempo”

De igual modo, la vida autoconsciente está “atada” al tiempo, y, por eso, escondida detrás del tiempo, a excepción de esa parte ínfima que se muestra en el instante, en el presente efímero, a partir de la cual se *construye y reconstruye continuamente su totalidad* en la mente del sujeto; a lo que debemos añadir que, a diferencia de la música hasta ahora conocida, se produce y se observa a sí misma, sin que conozca el final exacto de tal desarrollo (su duración), y que no agota en lo individual toda la realidad que ahí se está produciendo y se observa: sujeto y mundo son interdependientes, y, por eso, también entidades separadas.

4.1.2 Proyecciones y previsiones

Para analizar esta estructura de la conciencia, introduciremos dos tipos abstractos de actos o procesos psicológicos que nos sirvan de modelos preliminares de aquello que creemos sucede en la mente del sujeto y que al mismo tiempo sea un reflejo de la acción temporal subjetiva misma, a saber, *las proyecciones y las previsiones*:

1. En una proyección, el individuo proyecta en la pantalla del futuro lo que espera le sucederá entonces como consecuencia natural de sus actos presentes. De algún modo, lo que decimos es que el

individuo es creador de su futuro; *el futuro es para él* la consecuencia lógica de sus decisiones presentes.

2. En una previsión, el individuo se entrega a la investigación de los futuros desagradables que le son adversos. En la *previsión* el individuo actúa para protegerse o para eliminar algo nefasto que cree podría sucederle. Dado que en la previsión, el suceso futuro para la conciencia del sujeto no es una consecuencia (una proyección) de sus propios actos, diremos que en la previsión hay una inversión de la proyección: el futuro viene al presente, esto es, el futuro es subjetivamente la causa lógica de las decisiones presentes, que se convierten en sus consecuencias.

Tanto en las proyecciones como en las previsiones, el presente del sujeto es el pasado de su futuro. Las proyecciones debemos entenderlas como actos ofensivos que muestran el aspecto vital y joven de los sujetos. Es a través de ellas que el individuo ejerce su libertad. El *empresario* descrito en el capítulo 12 de la *Teoría general*, un individuo de temperamento sanguíneo e impulsos constructivos lo que luego pasara a la literatura como el “animal spirit”- es esencialmente un ser proyectivo.

Las previsiones, por el contrario, podemos entenderlas como actos defensivos que muestran el aspecto inteligente y maduro, por eso, el más temeroso, de los sujetos. El *lunático del asilo*, el único agente económico que acumula dinero en un mundo clásico, no está tan loco si atendemos a que su realidad es un asilo y no otra; si el asilo es una metáfora de realidades desagradables o aplastantes, el comportamiento financiero que se recoge en esa figura no es otra cosa que una conducta conservadora, donde la previsión es todo en la acción. La ausencia de actos proyectivos, cuando la mejor acción es la espera, es en nuestro mundo, en muchas ocasiones, una muestra de inteligencia y no de locura.

4.1.3 Conocimiento y expectativas racionales

Si las proyecciones o las previsiones son actos específicos de los cuales existen más ejemplos, ya sea por acumulación de experiencias propias (en tal caso, el sujeto conoce presentes como futuros de algún pasado) o ajenas, puede darse que la *razón* encuentre parecidos suficientes entre los ejemplos disponibles y conocidos de determinadas clases de proyecciones o previsiones como para inferir algún conocimiento acerca de las consecuencias futuras de alguna proyección o previsión específica por su proximidad a la típica.

En ese caso, cuando para el sujeto el futuro que en un pasado más o menos remoto justificó determinada acción (proyectiva o preventiva) se hace presente, este aparece no ya como instante de “la dinámica del sujeto”, sino como el momento en que se contrasta lo que se anticipó que iba a suceder, por consiguiente, lo que se deseó, con lo que efectivamente ha sucedido. El sujeto iría desvelando en un mismo proceso no sólo la realidad en sí misma, sino especificando y valorando todo lo que de ella hay que no responde a sus deseos, esto es, a lo que el creía debían ser las consecuencias de las acciones realizadas. Es decir, el sujeto que proyecta o que previene se puede equivocar, y, de hecho, se equivoca en más de una ocasión.

Si fuese verdad que el individuo antes de elegir entre varios cursos de acción alternativos dispusiera de una colección de los actos fallidos y de los cumplidos de cada una de las acciones que podrían conducirlo a un mismo objetivo, el individuo podría conocer la probabilidad, es decir, el grado de confianza que racionalmente puede otorgar a una determinada generalización acerca del éxito de las proyecciones o previsiones disponibles. La cuestión fundamental, sin embargo, no es si la acción temporal subjetiva conduce o no conduce a la frustración, sino si es posible para el sujeto disponer *a priori* de un conocimiento de las probabilidades de las consecuencias

que perseguía. ¿Hasta qué punto podemos tener un conocimiento acerca del futuro a partir de las analogías que percibimos en el pasado y las inducciones que sobre ellas realizamos?

La frustración y el éxito en la dinámica del sujeto, de lo que depende que lo que se hizo en el pasado sea o no sea correcto desde la perspectiva del presente, puede que no sean simples ejemplos de una colección de actos, de donde obtener analogías y generalizaciones, sino que más bien parecen ser momentos distintos de la misma realidad dinámica que puede que guarden alguna relación lógica entre ellos, lo que puede quizás ser conocido por la razón. Pero puede suceder también que la razón no disponga de conocimientos suficientes como para concluir, con credibilidad racional suficiente, acerca de las previsibles consecuencias de los actos proyectivos o previsores del individuo; y que lo que se conoce es, por consiguiente, que la base sobre las que se asientan las conclusiones acerca de lo que no se ha observado, obtenidas a partir de un conocimiento directo y pasado, es extremadamente débil.

Es esta característica de falta de credibilidad racional en los argumentos que sostienen determinada acción proyectiva o previsor, la cual se debe a la falta de conocimientos relevantes que posibiliten una inferencia de lo no observado a partir de lo que se conoce, la extrema debilidad de esta base de conocimientos, lo que denominaremos *incertidumbre*. No decimos, por tanto, que el futuro es incierto porque pueden pasar varias cosas en lugar de una, por ejemplo, el éxito y el fracaso, sino por la calidad del conocimiento disponible para la racionalización de ese acto. El éxito puede estar garantizado para un individuo y, no obstante, el futuro seguir siendo incierto. Es por eso que la incertidumbre no siempre es percibida de igual modo por el individuo. Sólo, a veces, el sujeto experimenta el horror de decidir con incertidumbre. Es entonces cuando la incertidumbre toma una identidad propia de un objeto animado, se

convierte en una especie de musa mala, una enemiga que ataca y a la que esperamos poder derrotar algún día.

El sujeto del que se ocupa la *hipótesis de la fragilidad financiera*, las finanzas y la acumulación de riqueza en el capitalismo es, según hemos visto en los capítulos anteriores, una realidad que es “dinámica” tanto para el individuo (nivel micro) como para el total que resulta de ver el agregado de las acciones individuales (nivel macro); presenta, por consiguiente, las características esenciales de “lo temporal”: (a) como la música es un flujo incesante de “tiempo” que no se presenta a la mente de una vez, (b) como vida autoconsciente y libre se construye básicamente mediante acciones individuales proyectivas y preventivas, cuyas consecuencias son inciertas.

El capitalismo no sólo es dinámico, sino que al igual que otros procesos de la vida, es dialéctico. Esto es, en su progresión a través del tiempo cada presente es una negación en algún sentido del pasado. Así, el estado de fragilidad financiera resulta de la negación de estados anteriores que eran su contrario, lo que se produce a nivel sistémico y a nivel individual. Es precisamente en el nivel individual donde un proceso de transformación, como el que hipotéticamente suponemos que sucede en efecto, abre cuestiones complejas respecto a la racionalidad de los sujetos en nuestro modelo económico.

Precisamente será el éxito de los comportamientos proyectivos de alto valor social, la acumulación de la riqueza en bienes de capital productivo, es decir, los periodos de estabilidad de este sistema económico, los que alterarán la naturaleza cognoscible del sistema mismo. En particular, cuando los individuos, que nada saben del futuro, reciben en el presente sólo frutos buenos del pasado, puede ser que la razón vuelva a encontrar una base sólida para sus argumentos; el conocimiento acerca del futuro se convierte, en verdad, en un conocimiento del futuro, y entonces para los individuos el mundo deja de ser de incertidumbre. Es mediante una

transformación de los niveles de incertidumbre percibido, desde la incertidumbre elevada hasta la credibilidad racional próxima a la certeza, afectando directamente a la psicología de los individuos, que la dinámica financiera -de un modo dialéctico- genera las situaciones de su fragilidad posterior, es decir, transforma la estabilidad en inestabilidad para el sistema en su conjunto.

4.2 *El Tratado sobre la Probabilidad*

Pese a ser la *esencia* de la crítica a la teoría clásica elaborada por Keynes, que da a la luz en 1935 con la publicación de su *Teoría General*, la *incertidumbre* no fue definida de un modo exhaustivo y directo en el preciso momento en que surge para disolver la razón clásica, que estaba entonces, y está aún, vigente para la mayoría de los economistas académicos. Existen sólo algunos breves pasajes insertos en la *Teoría General*, en concreto, en el capítulo 12, y en el artículo del QJE del mismo título publicado en 1937, en los que Keynes define lo que debe entenderse por *incertidumbre*.

La magnitud de esta idea es de tal calibre que no es lógico pensar que sea la conclusión de un pensamiento que se pueda recoger en unas pocas páginas, ni cabe imaginar, por otro lado, que, incluso para un genio, surgiese de un modo espontáneo; y a pesar de ello, Keynes no escribió *Tratado* alguno sobre la Incertidumbre, al menos no de un modo directo. En efecto, en 1921, casi 15 años antes de la publicación de la *Teoría General* y, por tanto, de la introducción explícita de la incertidumbre en el contexto de la *Teoría Económica*, J.M. Keynes publicó un *Tratado sobre la Probabilidad*.

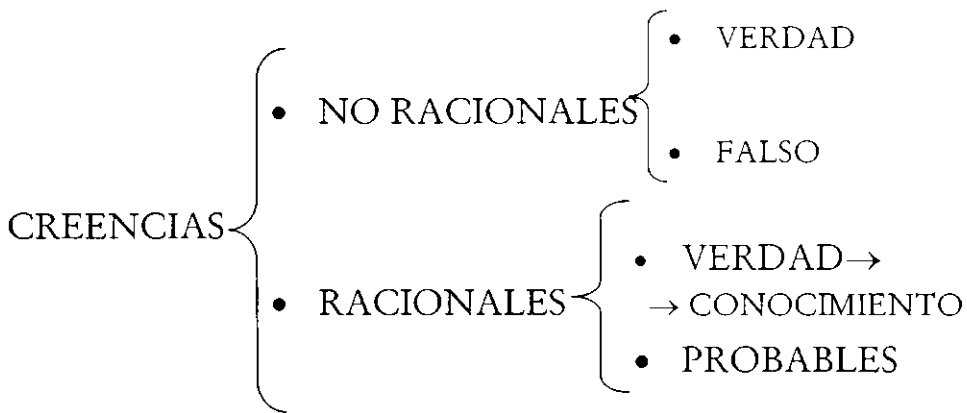
El tratamiento que Keynes da a la probabilidad, tanto por su generalidad como por su profundidad, junto al hecho de que la probabilidad y la incertidumbre son fruto del mismo árbol del espíritu keynesiano, nos permite hacer, con la cautela necesaria de no anular las diferencias esenciales de uno y otro concepto, una lectura del significado de la incertidumbre en Keynes bajo la óptica de la probabilidad. Creemos, por consiguiente, que el concepto de incertidumbre sólo puede estar fundamentado en un trabajo intelectual del tipo del Tratado sobre la Probabilidad de 1921.

4.2.1 Estructura del argumento no cierto: la incertidumbre

El tema fundamental del *Treatise on Probability* es el grado en que, *racionalmente*, podemos creer en ciertos *argumentos* cuyas conclusiones sabemos no son ciertas. Los mismos principios lógicos que justifican racional creer en lo que no es cierto o incierto, esto es, otorgarles una probabilidad -consideremos este caso como de baja incertidumbre- podrían por la misma razón justificar cuando y por qué un argumento incierto se construye sobre base tan extremadamente precaria y débil que la credibilidad racional del mismo está en entredicho -en ese caso diríamos que hay alta incertidumbre o simplemente incertidumbre-. Es a través de la relación entre racionalidad y conocimiento, por consiguiente, que un argumento que no sea cierto debe comprenderse como muy probable en determinadas ocasiones, mientras que, en otras, será una manifestación de la incertidumbre que nos rodea.

En el *Treatise*, la razón no se presenta como y exclusivamente a través de su mejor parte, es decir, como conocimiento cierto o lo que es verdad, sino que se considera toda ella en su conjunto. Lo razonable no se puede identificar con el conocimiento y la verdad,

sino que incluye también lo probable, lo incierto, y, en consecuencia, lo que no sabemos si es verdadero. En este sentido, la racionalidad es un territorio que incluye también lo que es falso. Dado que lo irracional, aquello en lo que se cree pero que no es posible justificar, por tanto, lo que no se conoce, puede ser verdad, por el criterio de verdad o de falsedad, lo racional no siempre es superior a lo irracional. Las creencias individuales, por consiguiente, se pueden dividir en no racionales y racionales, éstas últimas se dividirán a su vez en probables o ciertas. Podemos ver esta clasificación de las creencias en el esquema 4.2.1-1.



Esquema 4.2.1-1: tipología de las creencias en el Tratado sobre la Probabilidad

El *argumento* probable está constituido por un conjunto de proposiciones que podemos clasificar en dos grandes clases: un conjunto de premisas, digamos, *b*, y un conjunto de conclusiones, digamos, *a*. La diferencia entre uno y otro tipo de proposiciones es que las premisas se conocen directamente, mientras que las conclusiones se presentan al entendimiento para su examen y

conocimiento gracias a que existen relaciones lógicas, digamos q , que permiten obtenerlas a partir de las premisas. Expresamos esta relación de inferencia entre premisas y conclusiones mediante la forma:

$$a / b$$

Las relaciones lógicas q que producen unas proposiciones a partir de otras, que permiten el paso de una proposición a otra nueva y distinta, son un elemento más en la razón humana. El modo en que la razón procede lógicamente a inferir unas proposiciones de otras, a veces, nos es conocido, en el sentido de que es posible descomponer el proceso de inferencia del mismo modo en que lo hace la lógica que se ocupa de las argumentos ciertos y verdaderos. En este caso hablamos de un *conocimiento completo*, pero en otros muchos casos aunque existe q nos es desconocido en el sentido que hemos señalado, y, entonces hablamos de *conocimiento incompleto*.

Si q es conocido, podemos afirmar que será una proposición; esto es, constituye conocimiento directo para el sujeto y forma parte, por tanto, de b . Este tipo de proposiciones las denominaremos secundarias; gracias a las cuales el sujeto puede sostener racionalmente una creencia en a dado que conoce b a pesar de que la propia inferencia le asegura que la conclusión no es cierta, es decir, que podría resultar ser falsa y no verdadera. A las conclusiones las denominaremos proposiciones primarias.

Decimos que una proposición se conoce, o constituye conocimiento para el sujeto, si en ella concurren dos circunstancias, ser racional y ser verdad, podemos asegurar que en los argumentos no ciertos lo único que conoce el sujeto es la proposición secundaria, y, en consecuencia, no cabe afirmar que se conoce la proposición primaria.

La relación lógica que permite inferir racionalmente a de b y que al mismo tiempo no le da la categoría de conocimiento a sus conclusiones es lo que denominaremos una relación de probabilidad entre a y b . Por tanto, el individuo lo que conoce es la existencia de esta relación de probabilidad entre las premisas y las conclusiones. El conocimiento de la probabilidad genera en el individuo la creencia racional en la proposición a , ahora bien, como no hay certeza, esa creencia admite grados. Esta creencia en el lenguaje ordinario suele denominarse probabilidad; y de la proposición a se dice que es probable. Sin embargo, cuando así se use el término de probabilidad, no debemos olvidar nunca que la probabilidad no es ninguna característica intrínseca a la proposición a , sino que todo su significado y valor depende de su relación con el conjunto de conocimientos del individuo, esto es, de b . Para expresar formalmente que dado el conocimiento de b atribuiremos a la proposición a un grado de creencia racional α se escribirá:

$$a / b = \alpha$$

La probabilidad, en lo que respecta a las creencias racionales, representa el caso general, mientras que la certeza o conocimiento racional puede entenderse como un caso particular, aquel en el que el grado de la creencia racional en la proposición primaria es máximo, aquel donde esta última es conocimiento. Todo conocimiento que se obtiene por argumentación diremos que es un conocimiento que se obtiene de un modo indirecto; cuando sabemos algo de una proposición primaria a través del conocimiento de una secundaria que la incluye, podemos decir que tenemos un conocimiento acerca de ella (q), pero no de ella (a). Pues bien, podemos afirmar que de la gran mayoría de proposiciones que obtenemos mediante argumentos tenemos un conocimiento acerca de ellas, pero no de ellas. Lo cual quiere decir que el territorio de la probabilidad ocupa mayoritariamente el espacio de nuestra racionalidad.

4.2.2 Expresión numérica de la probabilidad

El grado de creencia racional α en un determinado argumento o proposición primaria es variable, esto es, admite un valor cualquiera entre uno máximo que corresponde a la certeza y uno mínimo que corresponde a la imposibilidad: es lícito, por consiguiente, hablar de una escala de la probabilidad, cuyos extremos inferior y superior son respectivamente la imposibilidad y la certeza. Si la probabilidad de un argumento es muy elevada diremos que el argumento está prácticamente probado y, en consecuencia, debe ocupar (o lo visualizaremos como) un lugar muy próximo al argumento cierto en la escala de probabilidad. Si para dos argumentos cualesquiera es posible conocer cual está más próximo a la certeza, obtendremos una ordenación de los dos argumentos entre sí según su probabilidad.

La existencia de una serie ordenada de argumentos según su probabilidad conduce a pensar que igual que ocurre en otras series ordenadas de elementos, la ordenación por probabilidad admite una expresión numérica, por tanto, que la probabilidad debe ser finalmente un número. Puesto que la probabilidad, como grado de creencia racional, no puede ser ninguna cantidad, tal número debe ser el resultado de alguna regla que permita obtener la distancia entre dos miembros de la misma serie. En el *Treatise on Probability*, Keynes considera que la expresión numérica sólo es posible en unas condiciones muy restrictivas, las cuales sólo se cumplen para un tipo de argumentos muy concretos; la gran mayoría de los argumentos probables, por el contrario, están ordenados por criterios lógicos diversos, los cuales no admiten que el orden de la serie gracias a ellos obtenidos pueda representarse a través de índices numéricos.

El principio que fundamenta la expresión numérica de la probabilidad, según Keynes, es el de adición, por el cual, la probabilidad de un argumento se puede expresar como la suma de

otros dos, dándose el caso de que si ambos argumentos tienen la misma probabilidad, entonces es lícito decir que el primero tiene el doble de probabilidad que el segundo, $\alpha_A = 2 \alpha_B$. Si a la certeza se le representa por el 1 y a la imposibilidad por el 0, siendo n el número de veces que el argumento cierto contiene al argumento por cuya adición se pueden obtener las probabilidades de los otros argumentos, es decir, α_B , entonces $1/n$ es la unidad de medida en la escala numérica de la probabilidad.

Sin embargo, la escala numérica de probabilidad no es válida para todos los argumentos probables, sólo para algunos, la minoría. Mientras los autores modernos de la probabilidad han intentado expandir la representación de la probabilidad a través de números, lo cierto es que existe un límite a su propósito: sólo una pequeña parte del territorio de la probabilidad puede aspirar legítimamente a formar parte del ansiado reino de las matemáticas.

Existen probabilidades que aunque reflejen el orden de una serie de argumentos, que unos están más o menos próximos de la certeza respecto a otros de la serie, siendo posible saber si para un par de la serie, uno de los miembros de la pareja es más o menos probable que otro, no admiten, sin embargo, representación numérica alguna, porque no es posible definir distancia alguna entre los elementos de esa serie ordenada. En este caso, además, la ordenación de elementos se puede conseguir por criterios lógicos distintos, de tal manera que podemos decir que *no hay una escala de probabilidad* sino varias. Hay distintas series ordenadas de argumentos y sólo son comparables los miembros de una misma serie.

Para ilustrar la existencia de varias escalas de probabilidad, Keynes usa una analogía entre probabilidad y similitud. Así se puede decir que un libro azul forrado en cuero (AC) es más parecido a un libro rojo forrado en cuero (RC) que a otro azul forrado en ternera (AT), y que un libro rojo forrado en ternera (TR) es más parecido a uno rojo forrado en cuero (RC) que a otro azul forrado en ternera

(AT), sin embargo, aunque el libro azul-cuero y el rojo-ternera están ordenados respecto al libro azul-ternera y al libro rojo-cuero, que aparecen como los extremos de estas ordenaciones, ocupando el lugar de la imposibilidad y de la certeza respectivamente, pertenecen, no obstante, a dos series de ordenación distintas; no es posible establecer comparaciones entre ellas. La siguiente figura 4.2.2-1 representaría este ejemplo de ordenación de elementos por similitud de unos con otros.

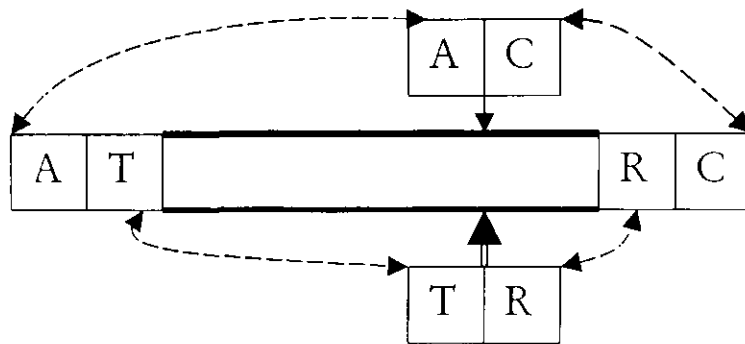


Figura 4.2.2-1: Ejemplo de la existencia de varias escalas en la ordenación de probabilidades

4.2.3 Probabilidad y frecuencia estadística

Tanto el concepto de probabilidad, que desarrollamos en este capítulo, como la posibilidad de que esta probabilidad admita expresión a través de algún número, no debe confundirse con el concepto de probabilidad que se usa en la estadística. La probabilidad estadística no se fundamenta en la lógica general de los argumentos no ciertos, y, por tanto, en el conocimiento y la racionalidad humana, sino que se basa en el concepto de frecuencia.

Podemos decir que la teoría de la probabilidad basada en la frecuencia estadística o probabilidad estadística es un caso particular del argumento probable; es, por consiguiente, un ejemplo que sólo es representativo de sí mismo, por eso, no es lícito definir la naturaleza de lo probable a partir de uno de sus casos -por la misma razón que no se puede definir lo que es el lenguaje a partir de uno de los juegos del lenguaje- La frecuencia estadística es un caso refinado de analogía e inducción. El éxito de la probabilidad estadística, que prácticamente ha eliminado a las otras formas de la probabilidad, se debe a que tiene asegurado su expresión numérica. En este sentido, a veces, puede identificarse probabilidad numérica con probabilidad basada en la teoría de la frecuencia. Aunque no debemos pasar por alto que son dos cosas distintas.

La teoría de la probabilidad estadística contemporánea arranca de la obra de Leslie Ellis y Venn, quienes a su vez recuperaron en su obra la definición aristotélica de lo probable como aquello que sucede la mayor parte de las veces. La probabilidad se aplica así a sucesos y no a proposiciones (en Keynes la probabilidad no se dice de los sucesos sino sólo de las proposiciones primarias o de los argumentos).

La probabilidad (estadística) de un suceso se define como el límite de su frecuencia en la serie de n intentos (experimentos o condiciones en los que podía darse tal suceso) cuando n tiende a infinito. Esta relación entre la probabilidad, que se establece *à priori*, y el límite de la frecuencia del suceso fue demostrado, por primera vez, por Bernoulli en un teorema que lleva su nombre, y al que dedicó 20 años de su vida. La probabilidad no dice nada acerca de los elementos particulares de la serie, sino sólo del comportamiento de la serie como un todo; además, la verdad que se establece en la probabilidad *à priori* sólo se puede verificar cuando se ha dispuesto de un número casi infinito de experimentos, esto es lo que

denominamos el largo plazo. Se refiere, por tanto, al comportamiento de la serie como un todo en el largo plazo.

Ahora bien, el establecimiento de las probabilidades estadísticas exigen previamente una argumentación probable que justifique por qué esas son las probabilidades de los sucesos. Estos argumentos probables son de una naturaleza distinta a lo que la teoría de la frecuencia estadística ha definido como probabilidad. Aparece así una cadena infinita hacia atrás, donde el establecimiento de una probabilidad exige el conocimiento de una probabilidad previa y así sucesivamente.

Es por esto que en el escrito más importante de J.M. Keynes sobre la incertidumbre, el de 1937, este autor comience con la negación del concepto de probabilidad de la economía clásica. Porque negado este punto de la razón clásica, señalando su talón de Aquiles, bastaba para derrumbar toda su construcción teórica. Lo positivo contrapuesto a esta negación es lo que claramente apareció como incertidumbre. Los clásicos, se lee en este artículo, nunca excluyeron de sus modelos el cambio o el error, sin embargo, creyeron que el hombre podría resolverlos mediante cálculos. Esto es, creyeron que el futuro es la serie infinita de experimentos donde la naturaleza, ahora la economía, iría desplegando los distintos estados en una frecuencia tal que correspondiera a sus probabilidades. La analogía con los juegos de azar es evidente. Los resultados son distintos en cada partida, el jugador se puede equivocar, sin embargo, hay un modo calculable de enfrentarse a la situación. No es cierto que las realidades dinámicas complejas se puedan concebir analógicamente con los juegos de azar, y tampoco es cierto que los individuos en la realidad crean eso, es decir, el modelo teórico de la racionalidad individual en lo que respecta a situaciones de no certeza es falso.

Por incertidumbre no se indica que un suceso puede o no puede suceder, que hay cambio en ese sentido, hoy llueve y mañana hace

sol, incluso que me puedo equivocar en mi previsión; por incertidumbre se quiere indicar que la razón no se atiene a lógicas teóricas e ideales, que en ciertas circunstancias -por ejemplo, en las decisiones financieras- existen problemas para construir argumentos que sostengan nuestras hipótesis respecto al mundo como sus conclusiones con un mínimo de credibilidad racional, aunque sea con una probabilidad mínima, y no ya para justificarnos ante los demás o simplemente engañarlos, sino para poder sostenernos a nosotros mismos como sujetos racionales cuyas vidas no está gobernada por el capricho o el azar; sin embargo, muchas veces el sujeto racional sabe que simplemente no sabe lo que supone.

4.2.4 La probabilidad subjetiva

Después de la publicación de la Teoría General, el vocabulario típico de la economía keynesiana se extiende sobre una población cada vez mayor de economistas. El impacto de la palabra *incertidumbre* es tal que se generaliza su uso y desplaza al término más próximo a ella de *probabilidad*. El efecto de este desplazamiento de un término antiguo como el de “probabilidad” por otro nuevo, más atractivo, como “incertidumbre” fue el contrario al que deseó J.M. Keynes. La expansión de lo particular que expulsa a lo general la probabilidad estadística es la probabilidad, que ya criticara en el Treatise- se extiende ahora aún más con la aparición de la incertidumbre, la probabilidad estadística es la probabilidad y es la incertidumbre.

Pero si la probabilidad estadística está ya en el Treatise lejos de la probabilidad, con más razón debería estar más lejos aún del concepto de incertidumbre. Esta creencia racional en lo que no es producto de la razón aparece relacionada con una definición de la subjetividad del conocimiento probable arbitraria y sin fundamento.

Es por esto que aunque debiera ser extraño encontrar en la literatura autores clásicos que utilicen el concepto de incertidumbre para construir teorías clásicas, antítesis del pensamiento keynesiano, de hecho, tal paradoja se da. Por ejemplo, en Modigliani y Miller se confunde la probabilidad estadística con la incertidumbre.

En 1958⁴⁷, Modigliani y Miller publican en *American Economic Review* un teorema sobre la irrelevancia de la financiación directa e indirecta, la estructura del pasivo de la empresa, en el coste de la inversión para la empresa individual. El problema elegido, así como su resolución, es absolutamente clásico. Si se quiere, cartesiano. Lo que no deja de ser paradójico si se tiene en cuenta que su teorema presupone que la inversión se da en una situación de incertidumbre. En lugar de haber planteado un problema estático acerca del coste del capital, se podían haber preguntado por la evolución en el tiempo de los balances de las empresas, tal y como por entonces hacía Minsky; quien, no obstante, no usaba el concepto de incertidumbre por aquellos años en sus desarrollos teóricos.

Según estos autores, hay *incertidumbre* cuando la frecuencia estadística de cada uno de los sucesos que componen la serie o la clase de sucesos que describen una decisión de inversión dada no se obtiene de un modo objetivo o empíricamente -examinando lo que sucedería en el largo plazo, después de que esa inversión se realizara un número infinito de veces y que en cada una de esas veces hubiese quedado registrado el elemento de la serie que apareció-, sino subjetivamente -cada individuo conoce esas probabilidades numéricas pero desconocemos como alcanza ese conocimiento-. Desconocemos el argumento probable previo que dio lugar a esas probabilidades. No sabemos tampoco si este será el último

⁴⁷ Un año después de que Hyman P. Minsky publicara dos artículos fundamentales en el desarrollo de la HFF, uno sobre la endogeneidad del dinero en *The Quarterly Journal of Economics*, (1957a)-, y el otro sobre los prerequisites financieros del crecimiento económico -en *American Economic Review* (1957b)-.

argumento probable una vez se comienza a caminar hacia atrás en los fundamentos de las probabilidades que se establecen á priori, o si por el contrario nos encontramos ante el comienzo de una serie sin límite. El teorema se fundamenta en la existencia de una función de densidad que daría las probabilidades de las distintas corrientes de ingresos asociadas al capital de una determinada empresa, la cual se conoce subjetivamente (que, en este contexto, si se siguiera fielmente al Keynes del Tratado, habría que decir irracionalmente).

Sin embargo, en el *Treatise on Probability*, la subjetividad del argumento probable se concibe de un modo radicalmente diferente al planteamiento clásico de estos autores. Porque la subjetividad en las argumentaciones probables y, por tanto, racionales, sólo se puede derivarse del reparto desigual del conocimiento directo o indirecto entre los distintos individuos que formen la economía, es decir, lo que sea la *b* para cada uno de los sujetos. Porque igual que hay individuos que están dotados de una capacidad lógica más amplia, capaces de inferir un mayor número de conclusiones de los conocimientos directos disponibles, también puede suceder que determinadas relaciones de probabilidad (*q*), que son evidentes para unos sujetos, no sean evidentes para otros. Es decir, las proposiciones secundarias no son conocidas por todos los sujetos por igual. En este sentido, la probabilidad y la incertidumbre es una cuestión que depende de la mente de cada cual.

También puede suceder que el conocimiento directo, distinto de *q*, que elige un sujeto para argumentar, el que se deriva de su experiencia, entendimiento, percepción y memoria, sea distinto entre los sujetos. Este último caso de subjetividad keynesiana, que no todos conocemos lo mismo, es lo que en la literatura contemporánea, tal y como se recoge en el trabajo de Akerloff, se ha denominado *información asimétrica*⁴⁸ Ahora bien, una vez que

⁴⁸ La información asimétrica que es un caso de subjetividad keynesiana, y que no es un supuesto de la demostración de Modigliani-Miller, aunque sea un rasgo

dos sujetos, i y j , por la razón que sea eligen un mismo conjunto b para argumentar sus conclusiones, necesariamente el *grado de creencia racional* α en las mismas está determinado objetivamente, esto es,

$$\text{Si } b_i \equiv b_j \Rightarrow \alpha_i \equiv \alpha_j$$

En conclusión, una vez quedan establecidas las premisas, la argumentación mediante relaciones de probabilidad no puede estar sujeta al capricho de los individuos, sino sujeta a la razón, en este sentido, la argumentación probable es racional y objetiva. En cuanto tal, la probabilidad puede ser objeto de estudio de la lógica formal. Cosa que en ningún caso se podría cumplir para las argumentaciones caprichosas, o si se quiere irracionales.

El concepto de subjetividad en Modigliani y Miller, a pesar de usar términos keynesianos, es clásico y no keynesiano. En ningún caso especifica que tipo de conocimientos es el que usan los individuos para otorgar una creencia racional a sus conclusiones sobre el valor de una empresa, ni tampoco justifica que ese conocimiento sea distinto para los distintos agentes; por el contrario supone que todos los sujetos alcanzarán idénticas conclusiones. Sabemos que esto puede suceder en caso de que no exista ni información asimétrica, ni heterogeneidad en los agentes que participan en el mercado, es decir, si no hay subjetividad. Luego, Modigliani no considera la existencia de subjetividad en el sentido original del término.

Una intención primordial en Keynes a la hora de introducir *la incertidumbre* en Teoría Económica es eliminar de esta Ciencia de la conducta de los agentes en los mercados cualquier explicación idealizada del modo en que éstos conocen el futuro. Es muy fácil

mínimo de subjetividad, es suficiente para demostrar que la deuda no es irrelevante ni en la inversión, ni en la percepción de los agentes del mercado del valor de una empresa. Ver Leland and Pyle, 1977

suponer que cuando un agente decide “apostar” su dinero en una inversión productiva ha realizado previamente un cálculo de probabilidades, estableciendo una analogía entre las ganancias monetarias por la inversión y la que se podría derivar de un juego como el de la ruleta o del lanzamiento de una moneda, sin embargo, como señala Keynes en 1937, aunque una explicación idealizada del comportamiento de la empresa en materia de inversión esté justificada en las reuniones formales de sus directivos, lo cierto es que estos nunca actúan como dicen que lo hacen. El teórico queda pues atrapado en la disyuntiva de si creer lo que dice el agente que hace o de si creer en lo que efectivamente hacen. Es decir, el sujeto razona con lo que conoce y usa las relaciones de probabilidad de las que dispone. Pensar que las cosas suceden de otro modo es un idealismo y no comprende que la incertidumbre surge precisamente de esta realidad del sujeto. Lo racional es lo real y la racionalidad absoluta es una representación falsa de la realidad.

En el teorema de Modigliani-Miller esta característica de la incertidumbre como teoría del comportamiento real de los agentes está ausente. Se da por supuesto, por ejemplo, las creencias o los argumentos de los individuos y no se nos dice el grado de estabilidad de la creencia racional en sus conclusiones, en la medida en que parece existir la presunción por parte de los autores de racionalidad en tales creencias. Así se establece la existencia de una función de densidad que daría las probabilidades de las medias aritméticas (o de su límite cuando T tiende a infinito) de las corrientes de ingresos futuros asociadas al capital de una determinada empresa. El valor medio de la corriente de ingresos futuros, independientemente de su distribución intertemporal, determina una probabilidad única en el modelo. El rendimiento de la empresa se define como la esperanza matemática de los valores medios de las corrientes de ingresos futuros asociados a su capital.

Se ha procedido, por un lado, a la eliminación del tiempo, el valor medio de las corrientes de ingresos sustituye a todos los elementos que componen esta serie, por otro lado, se sustituyen las situaciones así definidas, que puede suceder este valor medio o este otro, por tanto, probables, por un equivalente que se toma como cierto, la esperanza matemática o media aritmética de esos resultados ponderada por sus respectivas probabilidades, y que se denomina el rendimiento del capital de la empresa.

Es así que la corriente de ingresos futuros “incierto” se reduce a un equivalente que el sujeto toma como cierto denominado rendimiento del capital. El individuo además conoce la similitud (la correlación) entre los rendimientos de las distintas empresas, de tal manera que pueden clasificarlos en clases. De este modo, cada unidad de ingreso en cada clase tiene idéntico rendimiento (tipo de interés) e idéntica tasa de descuento. Por lo que conocido el rendimiento de una empresa y su tasa de descuento, la de su clase, el sujeto conoce el valor de dicha empresa. El teorema demuestra que conocido el valor de la empresa, el modo en que se financie el capital, más o menos deuda (su nivel de apalancamiento), no puede afectar ni positivamente ni negativamente al valor de la empresa que quede en poder de sus accionistas. Lo que se demuestra apelando a la imposibilidad de que suceda lo contrario.

Los individuos podrían sustituir títulos dentro de los de la misma clase e introducir deudas en sus carteras de tal modo que podrían sacar ventajas de las sobrevaloración positiva o negativa que el mercado de acciones pueda realizar por cuestiones financieras como el apalancamiento de las empresas. Dado los supuestos, el teorema es cierto. Sin embargo, si podemos decir que es falso el planteamiento general que acerca de la financiación del capital propone Modigliani-Miller. El problema financiero para la empresa no es la distribución o asignación del rendimiento esperado (pero cierto) entre accionistas y acreedores más directos, para los primeros

a la tasa de descuento de los de su clase y a los segundos a un tipo de interés cierto. El problema esencial de la empresa es el de su fragilidad financiera, otro radicalmente diferente.

Respecto a la racionalidad perfecta de las expectativas de los agentes, recordemos el punto de vista de H. Poincaré sobre la teoría del equilibrio general que le presentara Leon Walras para su examen:

The formulation of these hypotheses consists in determining the empirical properties one wishes to isolate and study. Poincaré thus invokes Galileo's principle of "removing the impediments" *Se rendre compte de ces hypothèses* means that the procedure must be established and justified through comparison with the real world, as it is in mechanics when "friction is ignored and bodies are regarded as infinitely smooth. " How then were the impediments to be removed in Walras's theory acceptable when compared with the experience that the theory was supposed to represent and analyze? Poincaré's comment is brief and somewhat sarcastic: while mechanics ignores friction and regards bodies as infinitely smooth, "your regard men as infinitely selfish and infinitely farsighted. The first hypothesis may perhaps be admitted in a first approximation, the second may call for some reservations"

This is not merely an ironic dig expressing a general lack of confidence in the empirical foundations of Walras's theory. Poincaré puts his finger on the problematic nature of one of the theory's cornerstones: the "unlimited foresight" of economic agents which underlies so many of its aspects, one of the most important being its deterministic character⁴⁹

⁴⁹ La formulación de estas hipótesis consiste en determinar las propiedades empíricas que uno desea aislar y estudiar. Poincaré, por eso, invoca el principio de Galileo sobre "eliminación de los impedimentos" *Se rendre compte de ces hypothèses* [en francés, en el original] significa que el procedimiento debe ser establecido y justificado a través de la comparación con el mundo real, como es en la mecánica cuando "la fricción es ignorada y los cuerpos son considerados como infinitamente suaves" ¿Cómo iban a ser, por tanto, los impedimentos que se eliminarían en la teoría de Walras aceptables cuando se les compara con la experiencia que la teoría supuestamente estaba representando y analizando?. El comentario de Poincaré es breve y de algún modo sarcástico: mientras que la mecánica ignora la fricción y considera que los cuerpos son infinitamente suaves, "la suya considera al hombre como infinitamente egoísta e infinitamente previsor. La primera hipótesis puede quizás ser admitida en una primera aproximación, a la segunda debemos oponerle algunas reservas"

4.3 *Incertidumbre y Fragilidad Financiera*

4.3.1 Los aspectos psicológicos e institucionales de la fragilidad financiera

En su origen, la *HFF* se sostiene en mayor medida en ciertos conocimientos acerca de las instituciones típicas del capitalismo que en la incertidumbre que envuelve a los agentes que actúan en los mercados. Asumía, eso sí, que el comportamiento de los agentes económicos era uno determinado y no otro: activos, dotados de creatividad y capacidad de innovación, y no pasivos, meros sostenedores de unas preferencias. Sin embargo, la impronta institucionalista, que quizás deba a su origen norteamericano (Henry C. Simons, Irving Fisher o Mitchell son referencias inmediatas del trabajo de Minsky, todos ellos ejemplos de economistas que prefieren una ciencia empírica frente a una ciencia que sea sólo pensamiento abstracto, puro, riguroso) condujeron a un menor peso o desarrollo de los elementos psicológicos implícitos en la teoría de la fragilidad sistémica. No es de extrañar que sean precisamente autores europeos, como Schumpeter o J.M Keynes, los que aporten los elementos psicológicos básicos explícitos de la hipótesis.

La presión para reforzar los elementos psicológicos es tanto más fuerte sobre la hipótesis de la fragilidad financiera a medida que, por pura inercia, la teoría económica invierte la tendencia de alejamiento del clasicismo, impulsado por Keynes, y, por tanto, retorna después al clasicismo de un modo progresivo. El

Esto no es simplemente una irónica indirecta que expresa una falta de confianza generalizada en los fundamentos empíricos de la teoría walrasiana. Poincaré pone su dedo sobre la naturaleza problemática de una de las piedras angulares de la teoría: “la previsión ilimitada” de los agentes económicos que subyace tantos de sus aspectos, siendo uno de los más importantes su carácter determinista. [Traducción propia: Ingrao (1987): p. 158]

pensamiento clásico se ha caracterizado siempre por su fortaleza en el análisis microeconómico, esto es, en la caracterización psicológica de los individuos, frente al interés de los keynesianos por el comportamiento del grupo de individuos o las poblaciones.

En 1986, en el apogeo intelectual y político del nuevo clasicismo, Hyman P Minsky se declaraba keynesiano. Una situación de coherencia intelectual, similar a la que experimentó Henry C. Simons cuando se declaraba un liberal, pese a lo sencillo que hubiese sido no serlo en el momento de la declaración. Sin duda, este retorno al clasicismo alcanza un máximo con el dominio de la escuela de las expectativas racionales, y su peculiar, cuando no absurda, caracterización de la racionalidad en el individuo.

4.3.2 Analogías entre los presentes e inducción

Examinemos la proposición que afirma que, en general, los individuos eligen en un determinado momento cambiar la calidad de sus balances, sustituyendo unos que son robustos por otros que son frágiles. Vamos a llamar a esta proposición ff_1 . Sea la graduación continua de la calidad del balance la variable b , tendríamos que en un determinado momento t , existe un grupo de sujetos, digamos, del conjunto S , tal que sus miembros i , cuyos balances son robustos en t , empiezan a incrementar el nivel de fragilidad de los mismos. Suponemos que esa tendencia se mantiene durante un cierto periodo de tiempo, de tal modo que estos individuos convertirán de un modo progresivo lo que eran balances robustos en frágiles.

$$S(t) = \left\{ i / b_i(t) < 0 \rightarrow \dot{b}_i > 0 \right\}$$

donde: si $b < 0$, diremos que el balance B perteneciente al agente i es robusto, o si $b > 0$, entonces del balance B del mismo agentes diremos que es frágil; siendo el recorrido de b : $[-1,1]$. Los atributos frágil y robusto aplicados a un balance son opuestos, esto es, admitiremos que uno de ellos excluye la presencia del otro en un ejemplo de balance individual, podrían constituir una analogía negativa para la clase de los balances en su conjunto; además supondremos que ambas características admiten una variabilidad, aunque no justifiquemos en este momento el significado de esa gradación de la fragilidad y de la robustez como atributos característicos de los balances de una economía determinada.

Esta proposición se refuerza cuando atendemos al comportamiento dinámico de b para intervalos de tiempo más largos: el individuo en las distintas elecciones que sobre sus balances realiza a lo largo de un horizonte temporal determinado sustituye balances frágiles por otros aún más frágiles. Denominémosla ff_2 , según la cual, una vez que un determinado conjunto de individuos, P , tiene balances frágiles estos no procuran corregir su situación sino que incluso pueden acentuarla:

$$P(t) = \left\{ i / b_i(t) > 0 \rightarrow \dot{b}_i > 0 \right\}$$

El grado b de fragilidad financiera que se puede atribuir a un ejemplo de balance es la consecuencia de una acción individual. No es el resultado de una ley natural desconocida, independiente de los sujetos, susceptible de ser percibida por estos a través de la uniformidad de sus resultados; en consecuencia, no es lógico aplicar sin más a esta característica del balance la ley de los grandes números y la frecuencia estadística, cuando no se tiene antes una comprensión mínima del proceso mediante el cual se genera este dato de la experiencia.

Empezaremos por señalar que la característica b que se pueda manifestar en un balance concreto no es señal alguna de la racionalidad o de la irracionalidad de los sujetos que se observan. Porque el hecho de que un sujeto prefiera un balance frágil frente a uno robusto en el momento en que esa decisión se tome (digamos el momento t_0 , cuando $b=0$) no significa en absoluto que el individuo ha cambiado el proceso que guiaba sus elecciones, que ha pasado de estar gobernado por la razón a estar gobernado por el capricho. Tampoco es manifestación de irracionalidad el que esa preferencia, en el transcurso de varios periodos sucesivos, se mantenga e incluso aumente.

La racionalidad de la que hablamos es racionalidad real o si se quiere la de los sujetos no idealizados. Esta es para nosotros la premisa fundamental del pensamiento keynesiano que solemos denominar *incertidumbre*. Por la que suponemos que la psicología de los individuos, en lo que atañe al conocimiento, es la que es y no otra diferente. Porque si, por el contrario, la racionalidad es un ideal, cuando el conocimiento directo o indirecto de los sujetos, por causas diversas, no pasa de ser una ficción, la fragilidad financiera puede ser el resultado de la irracionalidad y no de la racionalidad del individuo. Aunque lo único que habrían demostrado este tipo de argumentaciones es que si hubiesen individuos con esa racionalidad ideal entonces la fragilidad sólo se explica por la irracionalidad, pero ellas estarían expuestas a su vez a una crítica fatal desde la incertidumbre, porque si la racionalidad del individuo real fuese otra distinta, entonces el comportamiento idealizado que preconizan esas argumentaciones aplicado en ese sujeto es absoluta irracionalidad, tal y como se ha visto en el análisis de la probabilidad subjetiva del teorema de Modigliani-Miller.

En su "balance", cada sujeto materializa su apuesta por alguna (o algunas) de las corrientes venideras de dinero asociadas a los distintos activos dados en su economía. Para conseguir estos activos y los

flujos de dinero futuro asociados a los mismos, como sabemos, el individuo precisa financiación. Se sobreentiende, en consecuencia, que el balance recoge tanto la psicología del sujeto como un conjunto de instituciones financieras que le son externas. El capitalismo comprende entre sus atributos prácticas financieras complejas sujetas a renovación continua. De los aspectos institucionales, esencialmente financieros del capitalismo, nos hemos ocupado con alguna extensión en los capítulos 1 y 2 de la tesis, sin embargo, es necesario introducir en este momento, algún tipo de consideración sobre el individuo y su racionalidad; en particular, intentaremos demostrar que el sujeto que subyace en la *HFF*, por ejemplo, en sus expresiones microeconómicas que hemos denominado *ff1* y *ff2*, es racional.

Hay una proyección y una previsión del individuo que podemos distinguir en su balance. Por un lado, concebiremos que el balance es el resultado de una acción en el presente cuyas consecuencias y frutos se recibirán en el futuro, en el más próximo y también en el más alejado. En esta proyección hacia el futuro consideraremos que el sujeto construye el futuro en el que vivirá. Hay un componente activo a descubrir en el comportamiento acumulador de riqueza de algunos individuos. El caso más puro de un comportamiento activo de esta clase es el del empresario individual que recoge Keynes en el capítulo 12 de la *Teoría General*. Por otro lado, en contraposición a este componente creativo (u ofensivo), podemos afirmar que el balance responde a una previsión para el futuro para algunos individuos. El sujeto pretende desde el presente buscar una defensa respecto a un futuro que le parece desfavorable.

Aunque el comportamiento de cualquier individuo en relación con su futuro pueda caracterizarse como esencialmente proyectivo o esencialmente previsor, ambas formas de enfrentarse con el futuro no se dan en un estado puro; es más una de las formas produce a la

otra. Por ejemplo, un empresario que realiza una acción que tendrá resultados en el futuro tales que podemos decir que crean ese futuro, puede producir a su vez posibles consecuencias adversas para el empresario en el futuro del que necesitaría defensa o previsión. Examinemos como estos dos aspectos contrarios, que a su vez se producen en una relación dialéctica, se manifiestan en las decisiones de los sujetos en relación con la fragilidad financiera de sus balances.

Supongamos que un sujeto introduce conscientemente fragilidad en su balance -ya sea que reduce los márgenes de seguridad entre los ingresos de aquellos activos que no conoce con certeza y los pagos contractuales de la deuda correspondiente, incluso que invierta esta relación durante algún tiempo, o que disminuya la liquidez efectiva y directa de su cartera- por una conclusión a la que ha llegado por sí mismo, digamos $a(ff)$, resultado de una argumentación racional, que le hace creer que es mejor adoptar un balance frágil frente a uno robusto (esto es, se da ff_1).

Este argumento, pero también el que sostuviera la conclusión contraria $\bar{a}(ff)$, nunca podrá inferirse a partir de un conocimiento del que ningún ser humano puede disponer en el presente, el estado futuro del mundo para él. El individuo no puede nunca tener en el presente un conocimiento directo, ni tampoco indirecto, de proposiciones primarias que sean conclusiones ciertas sobre el futuro. Lo único a lo que un sujeto puede aspirar racionalmente es a tener un conocimiento *acerca de* esas proposiciones y no *de* ellas. Esto es, creer en ellas con cierto grado de probabilidad. Eso y no otra cosa es lo racional. Intentaremos justificar esta racionalidad en las formas lógicas de la inducción, la analogía y, en algún caso, las pondremos en relación de la frecuencia estadística.

Lo que sean los presentes por venir, lo que sucederá, sólo es comprensible para la razón en tanto esta pueda encontrar relaciones con los otros ejemplos de presentes que ha conocido, es decir, con los presentes que han pasado. Por consiguiente, no hay

conocimiento *del futuro sino acerca del futuro* para el individuo racional. Y en cuanto el futuro se comprende racionalmente como un ejemplo de presente, por tanto, sólo existen los presentes (nuestros conceptos de pasado, futuro y presente, que usamos tranquilamente en el lenguaje ordinario, en tanto que significan objetos diferentes no sirven en nada al raciocinio, que necesita trabajar con elementos iguales), todo el conocimiento que acerca de él podamos obtener no puede ser otra cosa que el resultado de una argumentación probable. Creemos que este conocimiento acerca del futuro, o de los presentes no observados, es el resultado de un proceso de generalización cuyo fundamento último es un razonamiento inductivo en base al establecimiento de alguna analogía.

Entre las muchas consideraciones estrictamente lógicas que justifican que un determinado argumento a/b_1 tenga mayor credibilidad que otro que se presenta como alternativo b/b_2 , destacamos una que se refiere a la cantidad de evidencia que se aporta en una de las conclusiones frente a la otra. La explicación del mayor o menor grado de probabilidad (α) de una conclusión frente a sus rivales a causa de la mayor evidencia presentada en su argumentación es lo que denominaremos *el peso de los argumentos*. El peso de los argumentos puede en ciertos caso provocar que determinadas conclusiones probables concluyan con un nivel próximo a la certeza (α tan próximo al uno como se desee). Es en este contexto que debe entenderse el concepto de elecciones en un mundo de alta incertidumbre o, por el contrario, de baja incertidumbre.

Entre distintas argumentaciones alternativas y de idéntico coste (sea como sea que se exprese el mismo), que buscan alcanzar una misma conclusión, el estado del mundo en un determinado futuro, si *el peso de los argumentos* es el principal elemento que explica las diferencia de probabilidad entre unos y otros, y los únicos procesos de inferencia “incierto” que la razón podría utilizar en estos casos son

los de inducción pura acompañado de la analogía (un refinamiento particular de los mismo sería el calculo de las frecuencias estadísticas de los sucesos, como hemos dicho anteriormente), el individuo debe establecer distintas relaciones analógicas, tanto positivas como negativas, entre todos los intervalos temporales. Es decir, el tiempo para la razón no es otra cosa que la serie de los presentes, donde los presentes vividos los llamamos pasado y los presentes que viviremos los llamaremos futuros.

En el proceso de inducción, el individuo debe examinar los parecidos y las diferencias de los distintos ejemplos de “presentes” que le son conocidos, es decir, el conjunto de las analogías positivas y el de las negativas. En una situación de crecimiento económico, los presentes relevantes y que pesan en la argumentación debe dar una probabilidad muy elevada a aquellos argumentos que presentan como conclusión estados del mundo futuros favorables para el sujeto. El conocimiento disponible favorable a esa conclusión es muy elevado. No es nada extraño que el número de argumentaciones favorables al final del ciclo económico y a la durabilidad del pleno empleo que se haya podido alcanzar sea elevada. Las probabilidades elevadas de este tipo de argumentaciones, simplemente por el peso de los argumentos, pueden alcanzar un valor próximo a la unidad. Es por eso que en una situación de este tipo hablamos de muy baja incertidumbre para los argumentos favorables al crecimiento económico ilimitado, o simplemente, que la economía vive una situación de nula incertidumbre o de euforia. En una situación de baja incertidumbre como la que acabamos de especificar no es racional mantener balances robustos.

4.3.3 Dinámica de las poblaciones

La coherencia interna de un grupo de individuos para los que hay incertidumbre puede romperse de un modo violento y brusco. La pluralidad de argumentos que sobre una misma cuestión, por ejemplo, el éxito de una determinada empresa u acción, se producen en un grupo de individuos, permite que el razonamiento o la creencia de cada individuo pueda contrastarse con la de los demás. El argumento de cada individuo tiene un valor en sí mismo, intrínseco, y un valor adicional, el que se deriva de su relación con los argumentos de los demás. En este sentido, podemos esperar que aparezca en el grupo una determinada manera de argumentar que es usada por la mayoría de sus miembros. Nos referiremos a un miembro de esa mayoría como el *hombre medio* ⁵⁰

Cuando el hombre medio es el resultado de acuerdos entre los miembros del grupo, mediante los cuales establecen el modo correcto o aceptado de proceder, entonces diremos que el comportamiento mayoritario de los miembros del grupo, el que se guía por esos acuerdos, es convencional. El convencionalismo aparece como una figura esencial del comportamiento de los individuos en relación al grupo; en algunos casos el convencionalismo puede ser la respuesta social a la imposibilidad de acción a la que conduce la razón, en otros casos, puede ser una respuesta social a la anomia a la que podría conducir la pluralidad y la variabilidad de las argumentaciones no ciertas individuales.

El convencionalismo se presenta, por consiguiente, como una referencia para cada individuo que está en un colectivo. En un

⁵⁰ Cual sea el origen de la existencia de una media o normal en el pensamiento, genético o social, es una cuestión que está más allá de nuestro estudio sobre la incertidumbre, simplemente aceptaremos la existencia de una “*mayoría*” como un hecho de la experiencia

mundo en el que no hay certeza, la posibilidad de equivocarse, al igual que la paloma de Alberti, puede alcanzar un nivel próximo a la certeza. Hay dos maneras, sin embargo, de equivocarse: (a) convencionalmente o (b) siguiendo los consejos de uno mismo. Un hombre que vive en sociedad, afirmaba Keynes, prefiere equivocarse haciendo lo que los demás consideran que es correcto hacer, *convencionalmente*, que triunfar por seguir los consejos de uno mismo, *no convencionalmente*.

Según Keynes (1937), los convencionalismos se caracterizan por los siguientes rasgos:

- a) Una preocupación mínima por el cambio, de tal manera que se consideraba que los presentes del futuro contarían con atributos similares a los presentes más reciente, mejor conocidos y recordados
- b) Se acepta con naturalidad que las valoraciones de mercado de los objetos que en ellos se intercambian son correctas.
- c) La creencia generalizada entre los individuos de que los demás están mejor informados que uno mismo.

Estos tres atributos refuerzan en los miembros de un grupo la aceptación de los convencionalismos existentes en su entorno. Por ejemplo, la extensión de la población que sigue comportamientos convencionales en un determinado mercado es una simple conjetura. Si bien su mera existencia puede facilitar la aparición de otros tipos de individuos que tratarán de sacar beneficios de la anticipación correcta de las variaciones en el fundamento convencional que guía el comportamiento del hombre medio.

En el capítulo 12 de la Teoría General, Keynes da buena cuenta de los efectos que en la bolsa de valores, donde se cotizan las acciones de las empresas, puede tener la aparición de individuos cuya labor principal es descubrir la base convencional que genera los precios de mercado de los activos y vaticinar sus movimientos, es decir, aquellos que no se interesan tanto por los valores fundamentales de los activos que allí se intercambian como por la psicología del

hombre medio que compra y vende sus “acciones” guiado por creencias convencionales. A esta sección de la población, Keynes la denomina *especuladores*. Existe también, en ese mercado, una parte de la población que con más esfuerzo y coste intenta averiguar los valores fundamentales de esos activos. A estos los llama *empresarios*. Suponemos que los empresarios obtienen los valores de los activos reales de la economía a través de una argumentación racional, lo que no equivale a afirmar que conozcan la verdad o lo que será el futuro. Nada puede asegurarnos que el funcionamiento del mercado, independiente de las instituciones de que se le dote, favorecerá la expansión de la población de empresarios y eliminará la población de especuladores. De hecho J.M. Keynes supuso que muy bien podría darse un mercado donde la población mayoritaria fuese de especuladores:

“ Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.⁵¹”

Si atendemos a los balances de los individuos por su característica de fragilidad o no fragilidad, dado que ésta debe ser el resultado de algún tipo de creencia del individuo respecto al futuro que le lleva en el presente a realizar unas prácticas financieras particulares y no otras, podríamos segmentar la población de una determinada economía en dos grupos (que posteriormente ampliaremos a tres): por un lado, aquellos cuyos balances son frágiles, y, por otro lado, aquellos cuyos balances son robustos. Podemos denominar al primer segmento de la población *F* y al segundo segmento de la población *R*. Podemos establecer ahora una

⁵¹ Los especuladores pueden no hacer daño como burbujas en una corriente continua de empresarios. Pero la posición es seria cuando los empresarios comienzan a ser burbujas en una piscina de especuladores. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en un subproducto de las actividades de un casino, es probable que el trabajo se haga mal. [Traducción propia: Keynes (1935): p. 158]

tercera conclusión de la *HFF*, digamos ff_3 , según la cual las instituciones financieras capitalistas y la incertidumbre van a provocar una expansión del tamaño de la población *F* y una reducción del tamaño de la población *R*; así sucedería si las condiciones iniciales fuesen tales que la población *R* era mayoritaria y la población *F* marginal o inexistente en ese momento del tiempo. Podemos decir que esta nueva proposición que podemos extraer de la *HFF* establece una determinada dinámica de las poblaciones financieras (o de balance) heterogéneas que constituyen una determinada economía capitalista; a las implicaciones individuales de la hipótesis, las que denominamos ff_1 y ff_2 se une ahora una sobre el comportamiento dinámico de este atributo del balance a nivel de poblaciones, esto es, la fragilidad financiera es contagiosa.

El futuro para un miembro de la población *R* es diferente del futuro para un individuo de la población *F*; mientras que para el primero el futuro consta sólo de un conjunto de sucesos que ocurrirán en los mercados de bienes y servicios (si se quiere, en el sector real de la economía), para el segundo, su futuro comprende, además de lo que pueda suceder en los mercados “reales”, un conjunto de sucesos que ocurrirán en los mercados financieros. Para el individuo *F* hay dos circunstancias futuras que le son vitales en relación con los mercados financieros; una que el mercado mantenga el valor de sus activos, esto es, su *solventia*, y la otra, que los mercados financieros acepten su deuda dentro de unas condiciones previsibles, si se quiere, razonables, esto es, que la *liquidez* de su deuda no sufra interrupciones bruscas por parte del mercado. Al examinar los prerequisites financieros de la expansión capitalista en los dos capítulos anteriores, se advirtió que la disminución de la liquidez, por transformaciones de la cartera de los agentes individuales, puede proveer financiación adecuada para una expansión o crecimiento acelerado de la inversión sin que ésta necesite de una disminución del consumo. Una aceleración en la

inversión, o acumulación de capital, y, asociado a ella, un proceso de crecimiento económico, debe ser el detonante que desencadene el proceso dinámico de evolución de las poblaciones que hemos definido como ff_3 . Porque una vez que el presente es, para los sujetos, un presente que es crecimiento, los individuos deben plantearse sobre el futuro de la economía, esto es, sobre la duración y naturaleza de ese proceso de crecimiento.

En una economía capitalista donde la mayoría de la población es R, la aparición de un proceso de crecimiento económico es muy probable. Podemos imaginar argumentos que racionalmente concluyan que el proceso de crecimiento económico que se experimenta concluirá, pero dado que lo que se conoce positivamente es que hay crecimiento, por el principio del peso de los argumentos, la incertidumbre para los argumentos favorables al sostenimiento del proceso y a la estabilidad del capitalismo esperamos que sea muy baja. Las convenciones sociales, lo mismo que en la época de Keynes, seguirán reforzando la posición de que más vale aceptar lo que se conoce, la economía crece, que no perder nuestras fuerzas averiguando lo que aún no es, si se quiere, adónde va el cambio.

4.3.4 Liquidez y fragilidad financiera

Si aceptamos como anverso de la fragilidad financiera el pago contractual de la deuda, su reverso es la liquidez. La dimensión financiera del capital incluye, por un lado, la aceptación de prácticas financieras que facilitan el acceso de las empresas a los ingresos esperados -liberándolas de la sujeción al ahorro presente- esto es, un peso cada vez mayor de los pagos contractuales de la deuda en relación al ingreso del capital en cada presente, y, por otro lado, la disminución del valor del dinero y deuda del Estado como activo para el individuo; esto último se produce tanto a nivel institucional,

con innovaciones que refuerzan la acción bancaria (su poder frente al Estado), como a nivel psicológico, con una disminución en el nivel de incertidumbre que conduce a una mejora en la credibilidad social en estos comportamientos bancarios.

La riqueza es o debiera ser un seguro que protege a su poseedor de situaciones desfavorables futuras. En este sentido, la acumulación de riqueza es el resultado de las previsiones de cada sujeto. Cualquier agente económico, en la economía monetaria, necesita corrientes de dinero a su favor -principalmente, para completar la circulación de su dinero-, para ello dispone de diversos medios, el dinero como flujo emana de diversas fuentes, algunas de ellas recogidas en el activo del balance del individuo. Podemos afirmar de un modo general que el Capital y el Estado son las fuentes más importantes de estos ingresos por balance. Es a través del balance que el sujeto intenta asegurarse desde el presente flujos futuros de dinero con una credibilidad racional aceptable o con incertidumbre.

Por razones varias, cualquier suceso que en el futuro ocasionara un flujo de dinero de balance menor a determinado límite inferior, habría que considerarlo como una situación desfavorable prevista por el sujeto. Los ingresos del capital, como estudiaremos en el capítulo siguiente, por su propia naturaleza, están muy condicionados por la existencia de situaciones futuras desfavorables, sin embargo, salvo situaciones excepcionales, rara vez sucede lo mismo con los ingresos del balance cuyo origen está en el Estado. Porque mientras el proceso de circulación del dinero del capital está inmerso en la economía misma (*inside money*) y, por consiguiente, es susceptible de verse afectado por la evolución de ésta, no sucede lo mismo con el proceso de circulación del dinero del Estado, que es independiente (aunque no sea indiferente o ajeno) de los desarrollos de la economía (*outside money*). La naturaleza interna o externa de los ingresos de balances procedentes del Capital y del Estado respectivamente explica por qué los activos del Estado son dinero en

sí mismos, su rendimiento se deriva de su liquidez, y por qué no lo es el Capital.

Sin embargo, la dinámica institucional del capitalismo, la de su economía y las consecuencias que ambas provocan en los niveles de incertidumbre percibidos por el sujeto conducen a que el Capital se considere al final del proceso como dinero. Es en este proceso de negación del Capital, de ser no-dinero a ser dinero, en el que la liquidez del sistema en su conjunto va siendo menor a medida que la dinámica de nuestra economía avanza.

INVERSIÓN Y BENEFICIOS

Presentamos en este capítulo una tipología de los flujos de dinero que constituyen el sistema circulatorio de la economía monetaria. Los flujos de dinero tienen en la economía capitalista una importancia tan vital como la sangre para el cuerpo. A través de una tríada de conceptos, *ingreso*, *balance* y *cartera*, se propone una clasificación del dinero en circulación que va a permitir abordar el estudio de la fragilidad de la estructura financiera con mayor claridad. Una vez que se tiene en cuenta la relación esencial que liga a un agente con el tipo de los flujos de dinero de su caja, nos será posible dividir las fuentes de dinero de cualquier agente en *ordinarias* y *extraordinarias*. Algunos agentes tienen como fuentes normales de dinero las de ingreso, pero otros las pueden tener de balance o de cartera.

En nuestra tipificación y explicación de los flujos de dinero ocupa un lugar especial los beneficios de la empresa. Se define con precisión este concepto de acuerdo a nuestro esquema teórico general de la fragilidad financiera. Destacamos la relación del beneficio de la empresa con los flujos de salida de balance de la empresa y con el

gasto de inversión del periodo. Esto es, tanto la evolución como la viabilidad financiera de la empresa están gobernadas, en su mayor parte, por la evolución de este flujo de ingreso de la empresa.

A continuación, explicamos la relación que existen entre los beneficios, la financiación externa y la inversión a nivel microeconómico a través de un modelo simple que toma como punto de partida la teoría keynesiana de los dos precios que ya conocemos. Una característica de este modelo es que integra las decisiones de financiación e inversión en una decisión única de la empresa. Por otro lado, permite establecer las correspondencias oportunas entre las variables financieras generales, tales como la cantidad de dinero o el beneficio empresarial, y las variables exógenas del modelo que explican las variaciones en los niveles de inversión a nivel de la empresa individual.

Una vez hemos establecido las relaciones que existen entre inversión y beneficios a nivel microeconómico se aborda el estudio de los determinantes de los beneficios de la empresa a nivel agregado. Se plantea a través de las ecuaciones de Kalecki-Levy. Estas ecuaciones ya las hemos usado en los capítulos 2 y 3, pero también van a servir para la investigación empírica del capítulo siguiente. Dentro del espíritu general de estas ecuaciones, desarrollamos dos posibles soluciones de las mismas para dos contextos institucionales que hemos tratado anteriormente, una economía privado con y sin bancos, y la economía mixta.

Terminamos el capítulo con el establecimiento de los tipos financieros básicos, a saber, cubierto, especulativo y ponzi. Se trata de una segmentación de los agentes económicos que permite trabajar la evolución de una economía monetaria dentro de un esquema análogo al de dinámica de las poblaciones que se introdujo en el capítulo anterior. Explicamos como la propia evolución financiera del capitalismo va alterando la composición de la población de acuerdo a estos tipos. Creemos que los tipos de interés juegan un

papel fundamental en la conducción de tales cambios. El predominio de la forma especulativa y ponzi en la fase terminal de la expansión económica se presenta como una nueva lectura de la *hipótesis de la fragilidad financiera*.

5.1 Tipología del flujo de caja

La economía monetaria tiene como esqueleto un conjunto variado de flujos de dinero en circulación que suelen concebirse como los flujos de caja, en la expresión inglesa original como *cash-flows*. La imagen del dinero circulante como flujo de caja es la del movimiento de la materia en que se encarna, papel o metales, a su paso por la caja de un agente económico concreto. Los signos materiales del dinero necesitan, tanto ayer como hoy, de un espacio físico donde recogerse, este no es otro que la caja. Para las formas inmateriales del dinero, los signos puros del dinero, que no ocupan espacio y no es necesario tocarlos con nuestras manos, como son los impulsos eléctricos que unas veces los vemos como señales luminosas y otras como números sobre un papel, no existe necesidad alguna de un recipiente físico donde recogerse.

El movimiento material y espacial de los símbolos del dinero, el que usa como vía de circulación nuestras manos y se recoge en nuestras cajas, no es, por consiguiente, el caso general del proceso de circulación del dinero a través de sus signos sensibles; no obstante, tal representación es útil como símbolo en sí mismo, y ese será su significado para nosotros, del proceso general de circulación del dinero, sea cual sea la naturaleza de sus signos -física o cibernética-; es decir, hay una analogía entre las distintas formas simbólicas del

dinero y sus movimientos. Para nosotros, por consiguiente, el dinero de la caja es la metáfora del dinero en circulación.

La caja, puede ser también el agente económico mismo al que pertenece, al ser un punto de llegada y un punto de partida del dinero, señala en relación a sí misma la dirección del flujo monetario: bien de entrada o *hacia* la caja (hacia el agente) o bien de salida o *desde* la caja (desde el agente). Podemos decir que la dirección del dinero permite una primera clasificación del dinero para cada agente concreto en dos tipos: a) de entrada, b) de salida.

Sabemos que el dinero es, en esencia, una relación de crédito entre dos agentes -un IOU-, y, que, por consiguiente, admite una tipología según la naturaleza de las partes por él relacionadas (agentes económicos privados y autoridades, iguales o desiguales entre ellos), o según el tipo de acuerdo contractual acordado entre las partes (sirve al receptor -tú- para cerrar el círculo de su dinero, así sucede que el dinero del Estado sirve a la unidad privada para pagar sus impuestos). Una relación que, por otro lado, sufre mutaciones bien a nuevas formas de dinero o bien a otras formas de deuda distintas al dinero, e incluso transmuta las personalidades de los sujetos en el intercambio.

No obstante, el dinero, contemplado bien como un flujo homogéneo hacia *una caja* o bien desde ella, admite su segregación en distintas partes, en general, dicho procedimiento de laminación del flujo bruto de dinero en componentes más finos atiende a determinadas circunstancias particulares o actividades del propietario de la caja (o del agente económico) a las cuales atribuimos el origen o razón de ese movimiento del dinero. Se trata de circunstancias variadas y complejas que, sin embargo, se tratan como unos pocos tipos bien definidos; tanto la caracterización de estos tipos como la adscripción de una acción o circunstancia determinada a uno de ellos dependerá del problema económico que se quiera investigar. Es decir, nuestra idea del sentido de una acción subjetiva específica es el

resultado de algún proceso de abstracción, por tanto, el concepto que de ahí se obtenga nunca puede ser un resultado cerrado e incuestionable. Serán estos mismos tipos que clasifican circunstancias para el sujeto heterogéneas los que usaremos a su vez para clasificar los flujos de dinero homogéneos que de las mismas resulten, por tanto, poder así segregar en componentes diferentes lo que a simple vista es un flujo bruto de dinero bien hacia la caja o bien desde la caja de un sujeto particular.

5.1.1 Tríada de categorías: ingreso, balance y cartera

Hyman P. Minsky establece una tipología de los flujos del dinero de caja en base a tres categorías, a saber, de ingreso (*income account*), de balance (*balance-sheet account*) y de cartera (*portfolio account*)⁵²

Aplicado a las familias y empresas, las corrientes de dinero por **ingreso** -de ahora en adelante, *entradas o salidas de ingreso*- se producen en las transacciones que realizan en los mercados de bienes, servicios y factores, por intervalo de tiempo -en cada presente- y sólo en el caso de que tales mercancías sean flujos, esto es, no formen parte de la riqueza heredada del pasado de ningún agente económico. Tienen, por consiguiente, una relación directa con el concepto de demanda agregada, pero mantiene discrepancias importantes con el de renta nacional.

Si de acuerdo al criterio convencional, y siempre para los flujos, decimos que lo real en una economía son las mercancías, es decir, lo que no es dinero en la transacción, y, en consecuencia, llamamos actividad real del sujeto a la que consiste en adquirir o entregar tales mercancías, entonces el dinero por ingreso es el que tiene como origen la actividad real de las unidades económicas privadas. Por

ejemplo, los salarios son entradas de ingreso para las familias, pero salidas de ingreso para las empresas; las compras de bienes de consumo fungibles, duraderos, o las de vivienda son de salida de ingreso para las familias, de entrada de ingreso para las empresas; la inversión es una salida de ingreso para la empresa que compra el capital y de entrada de ingreso para la empresa que lo produce y lo vende en el periodo.

El concepto de **balance**, en lo que respecta a las categorías de los flujos de caja del dinero, comprende del balance de un agente económico sólo las partidas de naturaleza financiera que no estén directamente relacionadas con formas “extraordinarias” o externas de procurarse dinero. Hace referencia, más concretamente, a los movimientos del dinero entre agentes que se deben a las deudas heredadas del pasado; esto es, a la conclusión parcial o total en ese periodo de las deudas con un origen más o menos remoto o al cierre en ese momento de la circulación del dinero emitido con anterioridad a ese periodo, situación que consta en los balances que heredan los agentes de su pasado. Los flujos de balance establecen, de un modo inmediato, relaciones entre un sujeto y su balance con otros sujetos y sus balances. Los flujos de balance pueden ser de entrada o de salida a la caja.

No se consideran, sin embargo, otros movimientos del dinero que pudiesen relacionarse con otras partidas que también pertenecen al balance del individuo, pero que no tienen una relación con la deuda heredada del modo que hemos considerado: adquisiciones o ventas de activos reales como el capital o los metales preciosos, o en el pasivo aquellas que tengan que ver con la riqueza del agente económico o la emisión de deuda nueva.

Forman parte del balance más pequeño, por consiguiente, todas las clases de deuda que obliguen a las partes en ella implicadas a un

⁵² Minsky (1964a): p. 232-241

comportamiento recíproco idéntico: la deuda sólo se puede liquidar si las partes contratantes en algún momento invierten simétricamente su posición inicial. La reciprocidad o identidad se expresa en la obligación de que el mismo objeto que da origen al reconocimiento de deuda sea el que libere de la deuda. Este objeto es siempre, en la economía monetaria, el dinero. En una economía mixta, el origen de la deuda en el activo del balance ha sido la entrega a un tercero de dinero bancario o de Estado en el pasado del sujeto poseedor del balance. El compromiso adquirido por este tercero es la entrega de dinero de la misma clase en tiempo sucesivos a su acreedor, donde las cantidades devueltas, el modo y circunstancias en que tal devolución se produce, responde a algún tipo de convenio entre las partes. Son estas devoluciones intertemporales del dinero las que consideramos entradas y salidas de dinero del balance. Estos flujos también los denominamos, como vimos en el capítulo 2, *pagos contractuales de la deuda*.

Según el tipo de deuda que reconozca el deudor al acreedor en el momento en que aquel adquirió el dinero a este último, podemos clasificar los pagos contractuales de la deuda en tres tipos :

- a) con data: el dinero que en el tiempo fluye entre las partes sigue un calendario determinado, las cantidades de dinero que se devuelven en cada fecha acordada son también exactas y conocidas a priori por las dos partes.
- b) contingentes: el pago o ingreso en el tiempo del dinero depende de la existencia de determinadas circunstancias.
- c) a la demanda: el acreedor puede exigir la devolución íntegra del dinero acordado en el momento que el decida.

Los flujos de dinero de **cartera** están relacionados con los de balance, algunos comportamientos de los agentes podrían clasificarse de hecho en cualquiera de los dos tipos, dada la línea borrosa que separa a estas dos categorías. E incluso algún flujo de ingreso, como la inversión, podría confundirse con uno de cartera. Se dice que hay

una operación de cartera cuando el agente se provee de dinero mediante la venta de sus activos o derechos, ya sean reales o financieros, modificando en tal proceso bien el activo, sólo disminuyéndolo, o el pasivo, sólo aumentándolo, de su balance. Estos movimientos del dinero, por tanto, modifican de un modo preciso la composición tanto del activo como del pasivo del balance del agente. El significado teórico de este tipo de flujos de dinero es que, en general, corresponden a fuentes extraordinarias de dinero que familias y empresas usan en circunstancias adversas, en particular, en los momentos previos a la crisis financiera.

En este caso, el balance se toma en su totalidad, incluyendo tanto los activos de naturaleza financiera como real, pero no así los modos en que los flujos de dinero afectan a su composición, en el activo y en el pasivo.

La conversión de dinero bancario en dinero del Estado (dinero del Banco Central) es un flujo de dinero *de balance*, de entrada para la familia y de salida para el banco, y *no es* un flujo de cartera del banco pese a que afecta a su pasivo, porque lo disminuye y no lo aumenta. La venta de un depósito a la vista del banco a una familia o empresa es un flujo de entrada *de cartera* para el banco comercial. El pago de dividendos, de intereses o del principal son también flujos de dinero de balance, que serán de salida para la empresa y de entrada para familias o bancos, y no son flujos de ingreso para ninguna de las partes relacionadas. Como flujos de salida, todos estos ejemplos son pagos contractuales de deudas; la retirada del depósito *es a la demanda*, los dividendos son *contingentes* (dependen de la existencia de beneficios) y los intereses y principal son *con data*.

Si entendemos que cada tipo de *entrada* es, en verdad, una forma de obtener dinero por parte del agente, o una fuente de dinero, cada unidad económica dispondrá de una o varias de estas fuentes de dinero. Dada la naturaleza y la actividad propia que caracteriza a la unidad económica en los mercados, las fuentes de

dinero de un agente pueden clasificarse como ordinarias o extraordinarias, queriendo indicar con ello la normalidad o anormalidad de que el agente use en determinados momentos una u otra forma de procurarse el dinero.

5.1.2 Beneficio de la empresa

Parece evidente, por el significado que solemos dar a esta palabra, que por *beneficio* debe entenderse un tipo particular de flujo de dinero hacia la empresa, una *entrada*. Si la tríada de categorías, *ingreso-balance-cartera*, comprende a todo el conjunto de entradas de dinero posibles a la empresa, entonces, incluyendo al beneficio en alguna de estas clases conseguiríamos una definición de base para este concepto. Sin embargo, se comprueba de inmediato que si examinamos todos y cada uno de los flujos de entrada a la empresa en sí mismos, no podríamos encontrar entre los mismos a ninguno que pudiéramos reconocer como *beneficio*, y, como consecuencia, difícilmente podría caracterizarse como una entrada de ingreso, de balance o de cartera. Esto nos sucede porque no enfocamos la realidad con la lente adecuada; con nuestras categorías, atendemos a los casos particulares: “vemos cada uno de los árboles”; mientras que hay que tener una mirada más amplia, que abarque el conjunto de flujos particulares que por ella circulan, para encontrar lo que sea el beneficio de la empresa: hay que “ver los bosques”

Para ello, consideraremos que los flujos agregados desde y hacia la empresa, que calculamos como suma de los flujos de dinero de la misma clase, son también, como los flujos singulares, entradas o salidas de dinero en la caja de la empresa. Así podemos hablar de las entradas o salidas de ingreso, de balance o de cartera de la caja de cualquier agente, como si fueran entidades con existencia propia

independiente. Y lo mismo podríamos hacer con cualquier porción que resulte de una división razonable de esos flujos agregados. Siendo la porción de un flujo agregado también un agregado que tendrá para nosotros entidad propia, que se podrá tratar a su vez como una entrada o una salida de dinero a la caja de la empresa. Pues bien, esta última es la naturaleza del beneficio como flujo de entrada a la caja de la empresa: es una porción de la entrada bruta de dinero de ingreso a la empresa. No cabe asociarlo, por tanto, a uno o varios flujos de ingreso individuales -como, por ejemplo, los que proceden de la venta de algunas clases de mercancías producidas por la empresa- sino sólo al agregado de entradas de ingreso. Sólo por esta relación que mantiene con el conjunto de entradas de ingreso a la empresa es por lo que podemos denominar al beneficio una entrada de ingreso, esto es, que se deriva o que procede del ingreso de la empresa.

En los flujos de ingreso de la empresa, está recogida la dimensión monetaria de su actividad principal, su razón de ser, que como sabemos no es otra que la producción de mercancías para el consumo de familias, de otras empresas o del Estado, que la empresa vende y estos compran en los mercados. Si, por un momento, recuperamos la imagen de la economía monetaria atemporal del capítulo 1, podemos observar que la necesidad de emitir dinero, la posibilidad de cancelar la deuda monetaria recogida en dicha emisión, y, por consiguiente, la posición de déficit y superávit total que tenía la empresa en aquel escenario sencillo, se traduce ahora en la relación que la empresa tiene entre el volumen de salida y el de entrada de ingreso. Queda claro, pues, que el balance entre sus entradas y salidas de ingreso, dentro de una economía monetaria, no puede romperse sin una razón comprensible, y que un desequilibrio negativo en ese balance, injustificado y continuo, convertiría a la empresa que lo sufriese en una unidad económica inviable. El incumplimiento de sus obligaciones monetarias provocaría reacciones de los agentes económicos afectados, siendo una

consecuencia posible la desaparición de la empresa misma, para evitar daños mayores.

Como explicamos en el mismo capítulo, sólo es lícito, dada la naturaleza del capital, aceptar los déficits totales de una empresa si están causados por sus compras de capital, esto es, por la inversión. Es, por eso, que en la economía monetaria, el déficit de caja relevante para la viabilidad del agente no es el total, sino que, como dijimos entonces, es el déficit parcial en cuyo cálculo se excluye la inversión. Si contemplamos sólo los casos de empresas viables, aquellas que tienen superávit parcial, dicho superávit puede ahora concebirse como una entrada de dinero de ingreso (dado que es una porción del flujo de ingreso de la empresa). Encontramos, así, un primer ejemplo de entrada de dinero a la caja de la empresa, de la misma clase a la que hemos dicho pertenece el beneficio empresarial, que expresamos mediante la ecuación:

$$\text{Superávit de ingreso parcial de caja} = \text{Ingreso total} - (\text{Salidas de ingreso Inversión})$$

Si el superávit de ingreso parcial de caja (*SIPC*) se pone en relación con los pagos contractuales de la deuda de la empresa, esto es, suponemos que es el flujo de entrada de dinero a la empresa que le va a permitir cumplir las obligaciones monetarias recogidas en su deuda del modo adecuado, efectuar estos pagos contractuales que hemos denominado salidas de dinero de balance, y se realizan las adiciones o sustracciones de flujos de ingreso necesarias sobre este ingreso parcial para que su sentido se ajuste tanto como sea posible a la relación necesaria que debe mantener con los pagos de balance de la empresa, entonces este flujo o el que resulte de éste será lo que denominaremos *beneficio*.

En la base de nuestra definición del beneficio hay, por tanto, dos elementos que se contraponen: por un lado, la necesidad de la

empresa de cumplir con unos pagos (de balance) para validar la deuda asumida en el pasado, y reforzar su estructura financiera; y, por otro lado, que para cumplir tales pagos se obtenga el dinero de los otros que sea necesario para ello de una manera *lícita*, a través de las fuentes de dinero ordinarias para la empresa, es decir, de ingreso. De la combinación de ambos elementos, obtenemos la idea del beneficio teórico, idea necesaria para el estudio de la fragilidad financiera, que es la de la porción del flujo de ingreso bruto de la empresa, o flujo de ingreso parcial, que permite y debe usar la empresa para validar la estructura financiera que se recoge en sus balances, cumplir con los pagos de balance. En términos contables, podríamos escribir que:

Beneficio = SIPC + ajustes necesarios en SIPC para contrastar con los pagos de balance

El ajuste del superávit de ingreso parcial de caja puede venir justificado por algún rasgo específico de la empresa que se quiera destacar y que podría omitirse si se trabajase directamente con esta primera variable más general. Así, por ejemplo, determinados pagos de la empresa que se pueden computar como salidas de ingreso, como es el uso de campañas de publicidad y otros similares, que están encaminadas no a la producción de bienes y servicios, que debe ser la actividad ordinaria de la empresa, sino a mantener o incrementar su poder de mercado, lo que a su vez está relacionado con la estabilidad de los beneficios, es conveniente concebirla como parte del beneficio mismo de la empresa que se dedica a la obtención de beneficios por procedimientos ajenos a los de producción real. En tal caso, en las salidas de ingreso, sólo se computarían aquellas que son necesarios por las características estrictamente técnicas del proceso de producción, mientras que la viabilidad de la estructura financiera de la empresa ampliaría su ámbito no sólo a los pagos contractuales de la deuda, sino también a otra serie de actividades que no son estrictamente productivas pero que favorecen el

cumplimiento efectivo de los compromisos financieros, aumentar los beneficios por caminos distintos a los de la producción de bienes y servicios. En el caso de que ajustásemos las salidas de ingreso de la empresa para obtener un beneficio que corresponda con el concepto teórico que hemos presentado de él, tendríamos que:

Salidas de ingreso ajustadas = salarios de trabajadores y consumos intermedios técnicamente necesarios + impuestos

El beneficio de la empresa suele confundirse con un concepto relacionado, pero diferente, nos referimos al del *coste del capital*, esto es, lo que la empresa paga en cada periodo temporal a los propietarios del capital por disponer de sus servicios en el proceso de producción corriente. En la teoría neoclásica, por ejemplo, es posible asociar a la unidad de capital una determinada producción, -la productividad marginal del capital-, y en consecuencia, el beneficio (más exactamente el beneficio normal, que es diferente al denominado beneficio extraordinario de corto plazo) se concibe como la suma de dinero que procede directamente de la venta de esa producción que se le imputa.

De algún modo, los clásicos otorgan personalidad al capital, lo convierten de hecho en un transactor que pueden vender directamente en el mercado las mercancías que le pertenecen, lo que, por otro lado, está determinado por una cuestión meramente tecnológica, por tanto, objetiva. El papel de la empresa o del empresario es el de un mero intermediario, una figura que se podría retirar de la escena económica sin que por ello se produjesen cambios significativos. En esta presentación del beneficio, más que tratarse de un flujo de entrada de ingreso a la empresa, el beneficio se trataría más bien como una porción del flujo agregado de salidas de ingreso de la empresa que es fácilmente reconocible, igual que los trabajadores al entregar sus servicios a la empresa reciben un ingreso, así los propietarios del capital al entregar los servicios de este factor

reciben un ingreso, no hay diferencia alguna entre el trabajo y el capital desde esta perspectiva.

No sólo hay un cambio en la dirección en que se entiende tal flujo monetario, sino que la idea de que el beneficio está explicado por un concepto objetivo como es el de su productividad es contraria a la idea misma de que el beneficio es el ingreso imprescindible para asegurar la viabilidad y el reforzamiento de la estructura financiera de la empresa, representada, principalmente, por los pagos contractuales de balance. En una economía monetaria real, incluso aunque aceptemos que el beneficio es la remuneración del capital (el ingreso del capital), sería difícil de mantener que la empresa ingresa el dinero con el que remunera, o al que tiene derecho el capital, de la venta de las mercancías que produce la unidad marginal de este factor, sin que se preste atención alguna a otros factores determinantes del ingreso del capital como el nivel global de déficit de ingreso de la economía (condición macroeconómica previa a cualquier análisis microeconómico), el poder de mercado de la empresa a partir de la explotación e incentivo de las imperfecciones en los mercados en que opera (limitando la libertad económica de sus rivales) o a través del uso de tecnologías de supervisión y de control avanzadas que aumenten la eficiencia del trabajo, es decir, que afecten a la productividad marginal del trabajo.

5.1.3 Beneficios y finanzas

El beneficio es la fuente ordinaria de los pagos de balance o contractuales de la empresa, y, en un sentido más amplio, también es la fuente que emplea la empresa para financiar aquellas operaciones gracias a las cuales consigue, principalmente, mayor poder de mercado o aumentar la eficiencia del trabajo, lo que finalmente se

traduce en un aumento en la capacidad de la empresa de absorber una parte más elevada del beneficio global existente en la economía en cada periodo de tiempo.

En su relación con los pagos de balance, el beneficio tiene para la empresa dos significados: (1) en cuanto valida o invalida la estructura financiera que la empresa hereda del pasado, los beneficios actuales son la confirmación o la frustración de las previsiones o proyecciones de tales beneficios en el pasado; y si se da una frustración de las mismas obligan a la empresa al uso de fuentes extraordinarias de dinero para validar su estructura financiera; (2) si concebimos el beneficio como el ingreso genuino de la empresa y los pagos de balance como la partida principal de gasto de tal ingreso, la diferencia de ambos conceptos da lugar a un diferencial de flujos monetarios de unas características similares al que solemos denominar ahorro del agente y, siendo, en nuestro caso particular, este ahorro la financiación interna de la empresa, podemos decir que el beneficio es la fuente de la financiación interna de la empresa.

En consecuencia, el beneficio tiene un doble impacto sobre la actividad financiera de la empresa, por un lado, confirma la estructura financiera heredada del pasado, y, por otro lado, provee a la empresa de su financiación interna. Tenemos, pues, que los beneficios importan en tanto que:

a) *convalida la estructura financiera* \Rightarrow *Beneficio* > *pagos del balance*

\rightarrow *confirma las previsiones y proyecciones del pasado*

\rightarrow *en caso contrario, obliga al uso de fuentes extraordinarias de dinero*

b) *provee a la empresa de financiación interna* \Rightarrow $FI > 0$

\rightarrow *Ahorro de la empresa = financiación interna = Beneficio - pagos del balance*

Y, por tanto

Beneficio = pagos de balance + financiación interna; donde, pagos de balance = *intereses + principal + dividendos*

El beneficio afecta al proceso de inversión de un modo inmediato y siempre a su dimensión financiera. El cumplimiento ordenado de las obligaciones contractuales de la deuda y recogidas en el balance de la empresa es una condición necesaria para la aceptación por parte del mercado de su viabilidad financiera, proyectando esta afirmación al colectivo de empresas, es una condición necesaria para la estabilidad financiera del sistema capitalista en su conjunto, sin esta estabilidad el proceso de inversión estaría afectado.

Además, la estabilidad financiera disminuye el nivel de incertidumbre percibido por los agentes: si, por un lado, los agentes perciben que las expectativas que se hicieron en el pasado se confirman, y, por otro lado, el peso de los argumentos lleva a valorar lo conocido, las situaciones de estabilidad como predicciones del futuro predominan sobre otras más pesimistas, ambas circunstancias alteran no sólo el modo en que los agentes formulan sus expectativas, sino que promueven las actitudes proyectivas frente a las previsoras en relación al comportamiento correcto en las elecciones intertemporales. Ambas circunstancias afectarán positivamente al precio del stock de capital existente en la economía y también a los riesgos de prestatario y prestamista. Lo que reforzará los procesos de inversión corrientes.

La existencia de financiación interna suficiente para la empresa es un incentivo adicional a la inversión, puede dedicarla completamente a invertir sin tener que soportar los riesgos del prestamista y del prestatario con los correspondientes costes que conlleva. Observamos que los beneficios son un estímulo que conduce a la inversión de la empresa por una espiral que crece continuamente alimentándose a y por sí misma, afectando en este

proceso a la estructura y formas de las finanzas que usa las empresas para efectuarla. Es decir, aumentando la fragilidad de las estructuras financieras resultantes, disminuyendo los márgenes de seguridad y aceptando formas de deudas que en situaciones menos favorables se hubiesen valorado con un coste más elevado, circunstancias ambas que reflejan la caída tanto de los riesgos del prestatario como los del prestamista.

5.2 Teoría microeconómica de la inversión óptima en Minsky

Al hablar de *precio* del capital, como sucede con el precio de otros bienes (por ejemplo, para cualquier bien de consumo la microeconomía neoclásica define un precio de mercado y un precio subjetivo o relación marginal de sustitución de ese bien por otro), se hace referencia no a un único precio, sino a dos. Aquel que, como máximo, el individuo pagaría ahora por el derecho a disponer de la serie de flujos monetarios futuros que están asociados a la posesión del mismo, sin que el desconocimiento de los números que han de medir los volúmenes de tales flujos de dinero futuros (o la *incertidumbre* que rodea en general esta clase de acciones intertemporales) le impidan encontrar hoy la expresión numérica del valor subjetivo de la serie, que deberá ser el máximo volumen de dinero cierto de igual valor -para él, ahora- que ese conjunto de corrientes de dinero que desconoce y que, sin embargo, desea tener⁵³ El otro precio del capital es la suma de dinero implícita y explícita,

⁵³ Habrá que preguntarse, por consiguiente, por la dimensión de este número que se obtiene de calcular con números “desconocidos”, esto es, con expectativas. Si este desconocimiento se formalizara en funciones de distribución para el flujo de dinero o beneficios en un futuro cualquiera, entonces deberá contemplarse *el peso de los argumentos* que determina la credibilidad con que tales funciones de distribución se mantienen.

siempre cierta, que deberá pagar en la compra de éste a sus productores o a sus propietarios.

A la expresión en dinero del valor subjetivo de los flujos de dinero futuros del capital lo llamaremos el precio de demanda del capital (P_k). Al pago que exigen a sus clientes las empresas que producen ese capital para cubrir los costes de los factores necesarios en su producción lo denominaremos precio de oferta del capital (P_l). Tengamos en cuenta que, en cualquier momento, para la mayoría de los tipos de capital productivo existe un stock en la economía, esto es, unidades de capital que no han sido producidas en ese periodo. El precio de demanda de la unidad de capital se establece tanto para las unidades en el stock como para las unidades de nueva producción, y en tanto que el capital realmente existente es el del stock, podemos decir que el precio de demanda del capital es el precio del capital entendido como stock. Sin embargo, el precio de oferta del capital sólo se puede establecer para las unidades nuevas de capital, las que se van a incorporar al stock existente en la economía en un momento dado, es decir, para el capital entendido como un flujo de producción corriente, dado que son los únicos ejemplos de capital que pueden dar cuenta del coste de los factores necesarios en su producción actual. Aunque el precio de oferta establecido por el flujo de producción corriente del capital establezca el precio máximo al que se pueden vender las unidades de capital existentes (las producidas en el pasado), podemos afirmar, no obstante, que el precio de oferta es el precio de la unidad del capital entendida como flujo. En resumen, en el juego dual de precios para el capital se confronta no sólo lo subjetivo y lo objetivo, sino también su doble naturaleza de flujo y stock.

La empresa que compra capital, ya sea nuevo (del flujo de producción presente) o viejo (del stock existente), guía su acción inversora por las ventajas que ofrece la diferencia entre ambos precios del capital. Porque, como en cualquier explicación

tradicional microeconómica, también en esta, podemos hablar de un comportamiento maximizador de la unidad económica analizada. En tanto que el precio que den al capital sus demandantes -ya sean los poseedores de riqueza o las empresas que lo usan como factor de producción- sea mayor que el que exigen sus oferentes principalmente, las empresas que lo producen como bien para la venta-, el inversor encontrará que la adquisición de capital es una actividad que le reporta beneficios netos. Si definimos dicho beneficio neto de la inversión como la magnitud que conduce el comportamiento acumulador de la empresa, entonces, el volumen de inversión óptimo de la empresa corresponde al que maximice dicho *beneficio neto*. Este beneficio, puede leerse ganancia o excedente del intercambio, *no* tiene nada que ver con el beneficio ordinario o presente de la empresa definido en 5.1.2.

Si entendemos la unidad de inversión como variación del stock de capital de la empresa en una unidad, el beneficio o ganancia en el intercambio relevante para la empresa que invierte es el beneficio en la variación o como variación; es decir, como beneficio marginal de la inversión (B^{Δ}). En la lógica matemática de un mundo continuo, implícita en este tipo de planteamientos teóricos, todo máximo es un concepto dual, o sea, definido por el cumplimiento de dos condiciones, a saber: condición de primer orden o que en él cesa la variación, y condición de segundo orden o que la variación que termina es el crecimiento, esto es, que el crecimiento de la magnitud a maximizar es decreciente. El máximo se concibe, pues, como el cese del crecimiento o el tránsito del crecimiento al decrecimiento de la magnitud objetivo del agente económico.

En el caso particular de la compra de capital, estas condiciones se traducen en las dos afirmaciones siguientes: (a) que el agente invertirá hasta que el beneficio marginal de dicha acción sea cero (la empresa explota todas las ventajas que puede lograr de ese intercambio), y (b) que el beneficio marginal de las unidades

anteriores a la marginal es positiva y decreciente (que las ventajas del intercambio se agotan progresivamente). Sabiendo que el beneficio marginal del capital será igual a la diferencia entre el precio de demanda y el de oferta del mismo, queda por determinar cómo se produce su crecimiento o decrecimiento a medida que la empresa aumenta o disminuye su inversión. Si $B' = B'(I)$ es la función de *beneficios marginal*, $B' = 0$ cuando $I = I^e$ y $B' > 0$ cuando $I < I^e$, se trata de saber por qué $\delta B' / \delta I < 0$.

Según Minsky⁵⁴, es el tipo de financiación de la inversión el determinante de la variabilidad de estos dos precios, y, por tanto, lo es también del decrecimiento del beneficio marginal positivo a medida que la cantidad invertida aumenta; supuesta la existencia de un diferencial positivo de ambos precios para la primera unidad de inversión, la existencia de una condición de segundo orden es necesaria para que el beneficio marginal pueda ser cero en la unidad marginal; y sin ella, por consiguiente, no existirá “equilibrio” Como esta condición de segundo orden viene dada por razones estrictamente financieras, no es posible, en conclusión, hablar de la inversión de la empresa sin al mismo tiempo, y no a posteriori, contemplar los aspectos financieros implicados en la misma. Éstos son imprescindibles, en resumen, desde el momento en que sin finanzas no hay decrecimiento del crecimiento de la magnitud que se maximiza y, como consecuencia, no hay máximo, y de ahí que no exista tampoco *equilibrio*.

Presentamos la expresión gráfica de este modelo original de Hyman P Minsky (1975 a) en el gráfico 5.2.1.

⁵⁴ (1975a): p. 93-116

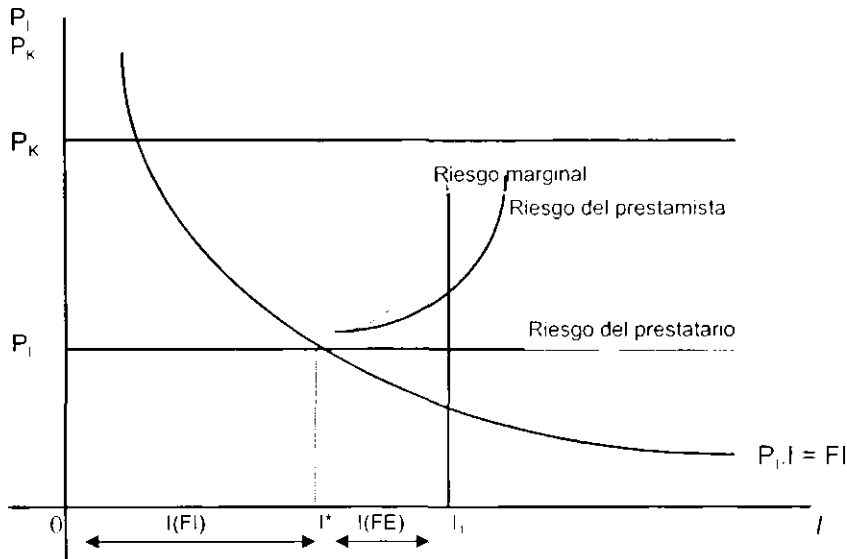


Gráfico 5.2.1: determinación de la inversión óptima de acuerdo a la financiación externa e interna de la misma, en Minsky (1975 a): p. 108-109.

Para entender cómo y por qué las finanzas determinan el nivel de inversión óptimo, clasificaremos los flujos de dinero, según la tipología de los flujos de caja de la sección anterior, que financian la inversión de la empresa en dos clases: (a) *financiación interna* (FI), y (b) *financiación externa* (FE) ⁵⁵.

Mientras la empresa se financie internamente, el beneficio marginal positivo de la inversión permanece constante, y la empresa

⁵⁵ No debe confundirse interno y externo con la clasificación contable tradicional que comprende los recursos que usa la empresa para sus adquisiciones de capital como propios o ajenos, donde se trata como propios al dinero de los propietarios de la empresa o accionistas, y como ajenos sólo a los prestamista de la empresa. En la concepción interna y externa de los flujos financieros, atendemos a la existencia o a la ausencia de una relación específica de la empresa con terceros como causa y efecto de ese movimiento del dinero hacia la empresa: mientras los externos tienen como efecto el reconocimiento de una deuda por parte de la empresa a terceros (y como causa), no sucede lo mismo con los internos.

encontrará siempre ventajoso comprar todo el volumen de inversión que pueda financiar internamente: el beneficio de la unidad marginal internamente financiada no es cero, sino mayor que cero. Sea este nivel de inversión I^* , tenemos que $I^* P_1 = FI$. Dándose que toda unidad de inversión internamente financiada ofrece a la empresa un beneficio neto idéntico e igual a la diferencia del precio de demanda con el de oferta, $P_k - P_1$. Por el contrario, cuando la inversión se adquiere con financiación externa, la empresa debe asumir una serie de obligaciones frente a aquellos sujetos que al aceptarlas han facilitado esas compras. Estas obligaciones introducen *riesgos* a tener en cuenta tanto para el tercero como para la propia empresa.

Por ejemplo, en la financiación externa indirecta o endeudamiento con la banca, los pagos contractuales de la deuda en el futuro son ciertos y seguros, mientras que la fuente para su pago es incierta. La empresa debe comprender que el incumplimiento de sus pagos contractuales, una hecho contingente que debe prever, le supondrá penalizaciones por parte de los prestamistas, y que es necesario dotarse de mecanismos de seguridad para evitar estas contingencias, lo que inevitablemente le supondrá un coste adicional por la provisión de esa seguridad. Además, la empresa debe preocuparse del incremento en el riesgo de cartera que supone aumentar los niveles de inversión sobre un tipo de activo y disminuir así la diversificación de la misma.

A la suma de estos riesgos, la contingencia de sufrir penalizaciones por impago, el de su propia cartera, etc. que afectan directamente al inversor en la financiación externa es a lo que denominaremos sintéticamente como “*el riesgo del prestatario*” Este es creciente; tanto más grande cuanto mayor sea el volumen de inversión total y, por consiguiente, es también mayor el volumen de deuda que la empresa introduce en su balance. El riesgo del prestatario afecta directamente (y negativamente) al precio que la empresa está dispuesta a pagar por la corriente de beneficios futuros

de la unidad de capital marginal, incluso aunque las condiciones objetivas que afectan a los rendimientos de esa unidad de capital sean idénticas a la de las previas; por tanto, este riesgo aumenta la tasa de descuento de la unidad de ingreso futura e incierta de las unidades de capital externamente financiadas, disminuyendo así el precio de demanda del capital de las mismas.

Simétricamente, el prestamista asume el riesgo de no recuperar el dinero en los términos acordados o el de su cartera si disminuye su diversificación. Este “*riesgo del prestamista*” será tanto mayor cuanto menor sea el *margen de seguridad* que establezca el deudor para evitar el peligro latente de impago, siempre presente desde el momento en que el pago futuro de los pagos contractuales, que son ciertos, se realiza con una fuente de dinero que es incierta. Este peligro crece si el volumen de deuda asumido por la empresa aumenta, bien en relación al pasivo y al nivel de financiación por acciones, bien en relación al volumen de beneficios presentes o previstos.

El prestamista introduce estos riesgos como costes directamente en los contratos que negocia con el prestatario, ya sea en la forma de primas sobre los intereses de referencia del mercado para inversiones similares, la exigencia de activos colaterales, la prohibición de aumentar en el futuro sus niveles de deuda, etc. Todos estos mecanismos de protección que el prestamista introduce en la deuda son un coste para la empresa, y le suponen, de hecho, un pago efectivo de dinero, como si del pago mismo por la compra directa del capital se tratara. Es por eso, que consideramos que el precio de oferta del capital incluye tanto el de producción como los costes financieros adicionales que se derivan de la existencia del riesgo del prestamista. Aunque para la empresa individual, aumentar la demanda de inversión no supone un aumento en el coste de los factores necesarios en su producción, no podemos afirmar lo mismo respecto a la evolución del coste relacionado con el riesgo del prestamista; porque sucede que cuando la empresa aumenta la

demanda de deuda para financiar la compra de un volumen mayor de capital, el riesgo del prestamista crece; y, en consecuencia, para las unidades de capital financiadas externamente, el precio de oferta del capital crece al aumentar la demanda de inversión de la empresa individual

5.3 Ecuaciones de Kalecki-Levy

Una característica elemental de los flujos de dinero de ingreso en circulación es que las *entradas* para un agente i necesariamente son un *pago de ingreso* de otro agente j . Si el dinero ingresado por i es dinero bancario, por ejemplo, éste puede emplearlo a su vez en sus pagos de ingreso (gastos). Nos basta con suponer hipotéticamente que el ingreso de i de lugar a un pago de ingreso idéntico, es decir, que el flujo desde i lo sea hacia j , para invertir exactamente la dirección del flujo de dinero, cerrando un círculo perfecto para ese flujo. En la economía real, donde existen un número grande de agentes, nuestra hipótesis se convierte en simple tautología si sustituimos los sujetos i y j , individuos, por los sujetos I y J , colectivos de individuos, es decir, si la ilustración microeconómica la sustituimos por una ecuación macroeconómica.

En un circuito cerrado, donde el número de unidades económicas es reducido, la circularidad del ingreso es un claro ejemplo de la naturaleza doble de la verdad económica, si se nos permite la paráfrasis, que depende de los colores de los dos cristales con que se mira a la realidad, el microeconómico y el macroeconómico, porque lo que es cierto para el individuo puede ser falso para el colectivo al que pertenece y viceversa. Para el sujeto es difícil imaginar que lo que hoy ingresa pueda ser el retorno de un gasto que hizo ayer, puede pensarlo quizás como una posibilidad

teórica o creer en ello por intuición, sentimientos, etc., pero si quisiera conocer la cadena de pasos que sigue su gasto hasta llegar a ser su ingreso, el coste que tendría que pagar por conseguir esa información no sólo sería infinito sino que el valor de la misma sería prácticamente nulo. Por el contrario, la situación para algunos colectivos de individuos semejantes, que actúan en una economía con instituciones claramente definidas, aparece con certeza: lo que ellos gastan es lo que ingresan.

Una economía capitalista, como hemos dicho, es una economía con instituciones, si bien su marco institucional es flexible: de hecho, las economías reales de esta clase, han probado una capacidad inmensa de asimilación de formas institucionales diversas y, a veces, contradictorias, sin que por ello el sistema experimente un cambio esencial o se produzca su colapso. Admitiremos que esto es así porque el capitalismo tiene un esqueleto que le confiere su esencia, que se mantiene estable: no se ve afectado por posibles modificaciones de importantes elementos del sistema, por ejemplo, de los mecanismos de estabilización.

En su esqueleto (Minsky, 1986), el capitalismo es, ante todo, un sistema inestable, más que injusto o carente de valores estéticos o éticos; mientras la injusticia o la desigualdad no son causas con la energía emocional suficiente para producir una acción social reformista inequívoca del capitalismo, y tampoco han demostrado ser causas objetivas que provoquen una quiebra del mismo, sino que más bien al contrario parecen reforzarlo, sin embargo, la inestabilidad inherente que abriga su esqueleto es causa suficiente para la quiebra del sistema en su conjunto. Que el capitalismo sufre crisis periódicas está constatado en el registro de la historia de su desarrollo desde sus orígenes hasta el momento presente.

Los momentos de crisis económica han sido para algunos economistas el mejor acicate para su investigación, para otros individuos, la causa de su conversión en economistas. Es el caso

precisamente de Jerome Levy (1882-1967), un pionero, al igual que Michael Kalecki, en el estudio de los determinantes de los beneficios empresariales y de su papel clave en los episodios de inestabilidad por ellos observados. En 1983, Jay y David Levy, hijo y nieto respectivamente de Jerome Levy, describían del siguiente modo este proceso de conversión:

“ If you were unemployed and were willing to work and able to work and could find no work, what would you do ?.The question was directed to William Howard Taft, candidate for the presidency.“ God knows”, Taft replied. “I don’t” The year was 1908, and the future president had just completed a campaign speech at Cooper Union in New York City. Since the United States was in the midst of a recession – a “panic,” as it was then called -the question from the audience was apt. The exchange was duly recorded by the local press. The next morning, Jerome Levy, 26-year-old head of a small wholesale business, read about the incident in his newspaper. The young merchant, an erstwhile student of physics, mulled over Taft’s candid admission and the problem of the unemployed. “Taft was an able man”, he later wrote. “ I believe he was acquainted with the best books on economics and that he did not know the answer because it was not between their covers. ”That morning, Jerome Levy became an economist. He believe that a man who is willing and able to work would have the opportunity to work. I employ people, thought Jerome. I do so because I expect to make a profit. I spend \$100 paying wages, buying merchandise, and so forth because I expect to get \$110 back. I know how \$100 of that \$110 gets into circulation. I put it there. But where does that other \$10 come from?.”⁵⁶

⁵⁶ Si usted estuviese desempleado y deseara trabajar y fuese capaz de trabajar y no pudiese encontrar trabajo, ¿qué haría?. La cuestión fue dirigida a William Howard Taft, candidato a la presidencia. “Dios sabe”, respondió Taft. “Yo no” Era 1908, y el futuro presidente había recién terminado un discurso de su campaña en Cooper Union en Nueva York. Entonces los Estados Unidos estaban en la mitad de una recesión – un “pánico”, como se le llamaba- la cuestión de la audiencia era oportuna. El intercambio fue convenientemente recogido por la prensa local. La mañana siguiente, Jerome Levy, la cabeza de un pequeño negocio de venta al por mayor de 26 años de edad, leyó sobre este incidente en el periódico. El joven comerciante, un antiguo estudiante de física, meditó sobre la cándida respuesta de Taft y el problema del desempleo. “Taft era un hombre capaz”, escribió más tarde. “Creí que estaba al tanto de los mejores libros de economía y que él no sabía la respuesta porque no estaría en ellos” Esa mañana, Jerome Levy se convirtió en economista. El creía que un

Las relaciones aritméticas entre el beneficio del sector empresas y los gastos de los diversos sectores, incluido el mismo sector empresas, las denominaremos de Kalecki-Levy por ser los nombres de los primeros economistas que trabajaron sobre ellas. El volumen global de beneficios contribuye, cuando se incrementa en situaciones de fragilidad financiera, a la estabilidad de la estructura financiera global de la economía. Un efecto positivo que puede provocar el Estado, ante situaciones de crisis financiera, mediante un aumento de su déficit total de caja.

Presentaremos, en primer lugar, la forma que adopta esta ecuación para una expresión simple del capitalismo, la más próxima a su esqueleto constitutivo, para posteriormente examinar como ésta se modifica con la aparición de nuevas formas institucionales que se le incorporan. Las ecuaciones que presentamos no son las originales, sino que las hemos reconstruido de nuevo, partiendo de la intención genuina de las primeras y modificándolas para resaltar aquellos aspectos teóricos o institucionales que nos parecían más importantes en relación a lo que hemos tratado a lo largo de este capítulo y de la tesis.

5.3.1 Ecuaciones de Kalecki en una economía privada sin sector exterior

Supongamos un sistema monetario en el que los trabajadores no tienen acceso a la creación de dinero, por tanto, sólo pueden manifestar sus demandas en los mercados si previamente perciben su ingreso, siendo este lo suficientemente bajo en relación a una calidad

hombre que desea y es capaz de trabajar debería tener la oportunidad de hacerlo. Yo empleo gente, pensó Jerome. Lo hago porque yo espero obtener un beneficio. Yo gasto 100\$ en pagos de salarios, compras de mercancías y demás partidas porque yo espero recuperar 110\$. Yo se como 100\$ de esos 110\$ entran en circulación. Yo los puse ahí. ¿Pero de donde proceden los otros 10\$?.[Traducción propia: S. Jay Levy and David A. Levy (1983): p. xi]

de vida mínima, ya sea establecida social o biológicamente -en este último caso estaríamos ante los salarios de subsistencia-, como para que el ahorro de los trabajadores sea nulo. Los flujos financieros entre la banca y el sector empresas son de dos tipos: bien de *cartera*, los préstamos necesarios para dar inicio en cada periodo al proceso de circulación del ingreso, o de *balance*, la devolución del principal y de los intereses que se deriven de la operación anterior, presentes y pasadas, eliminaremos inicialmente la posibilidad de flujos de ingreso entre estos dos sectores económicos, ya sea por consumo de los trabajadores de la banca o por inversiones de la banca misma.

Los flujos de ingreso para los dos sectores, que recogemos en el cuadro 1, nos permiten obtener la ecuación de beneficios para esta economía: $B_F = I$. Esto es, la igualdad entre beneficios e inversión que asumimos en nuestro capítulo 1. Se trata de una conocida proposición de Kalecki: lo que ganan los empresarios depende directamente de lo que estos gasten.

En ningún caso puede el sector empresas determinar su nivel de beneficios, léase ahorro, con independencia de su gasto. Podría suceder, por ejemplo, que alguna empresa salga beneficiada si consiguiese pagar pocos salarios a sus trabajadores, siendo, al mismo tiempo, capaz de mantener intacto su nivel de ingresos, no obstante, la extensión de dicho comportamiento a todo el colectivo, acompañada de una preferencia general por la austeridad, que se traduzca en una aversión al gasto, incluido el de inversión, tendría el efecto contrario para cada uno de los individuos a aquel otro que inicialmente les impulsó a contener el gasto, esto es, aumentar su ahorro.

En el cuadro 5.3.1-1 se recogen las ecuaciones de contabilidad social que determinan la anterior igualdad de beneficios e inversión para una economía con dos sectores: familias y empresas.

Cuadro 5.3.1-1

Empresas	Trabajadores
(a) $G_E = W + I$	(a') $G_T = C$
(b) $I_E = C + I$	(b') $I_T = W$
(c) $B_E = I_E - W$	(c') $S_T = W - C = 0$

Si introducimos junto a las corrientes de ingreso, aunque sólo sea parcialmente, algunas corrientes de dinero de balance, la ecuación de Kalecki inicial, más básica, se modifica. El nuevo marco institucional estará más próximo a la economías capitalistas actuales, si bien tanto las relaciones financieras entre sectores como la caracterización del sistema monetario y financiero que necesariamente la contemplación de estos flujos monetarios trae a nuestra mente no pasarán de ser un simple esbozo. Nuestro interés se centrará en la forma que, en una expresión simple de la economía en un sector financiero y productivo, adoptarán las ecuaciones de beneficios agregados. Contemplaremos la posibilidad de que las empresas se financien externamente, bien de un modo directo o bien de un modo indirecto.

La financiación directa va a dividir el sector de las familias, antes sólo constituido por trabajadores, en dos unidades, que denominaremos trabajadores y capitalistas. A efectos de análisis económico, trataremos a una familia, que es simultáneamente capitalista y trabajadora, como dos familias diferentes, separando su actividad de individuo trabajador de su actividad como individuo acumulador de riqueza, sólo a efectos de hacer más comprensiva nuestra ecuación de beneficios. Admitimos, por consiguiente, que los

trabajadores pueden ahorrar y acumular riqueza, si bien no pueden gestionar el capital de un modo directo.

La financiación indirecta permite contemplar la aparición de un sistema monetario y financiero como unidad económica con identidad propia e independiente de aquel otro que tradicionalmente se denomina “sector real”, porque sus entradas de dinero son de ingreso. Por el momento, el sector monetario y el financiero son la misma unidad y la denominaremos “la banca”. En el cuadro 2 recogemos todos los flujos de ingreso que corresponderían a los distintos sectores, empresas, banca y familias (trabajadores y capitalistas). A partir del cuadro 5.3.1-2, mediante sencillas transformaciones algebraicas, podemos determinar nuestra ecuación de beneficios agregada:

$$B_E = I + D + W_B (S_T + S_C)$$

Se observa en esta ecuación que los beneficios empresariales no sólo dependen del comportamiento de la inversión, una salida de dinero para la empresa que es de ingreso, sino también con otros dos flujos de salida para la empresa antes no contemplados, ambos del tipo de balance; si bien, uno de ellos es un flujo de salida de balance directo desde la empresa a las familias como son los dividendos, y el otro aparece indirectamente en la ecuación a través de la variable W_B , que es una variable de salida de ingreso desde la banca a las familias, pero cuyo valor es una función de los pagos por balance que las empresas realicen a los bancos bien por los préstamos que heredan desde el pasado en sus balances o bien por préstamos de dinero a corto plazo, que amortizan en el mismo periodo, y que se debe a la financiación, principalmente, de la masa salarial. Si lo expresásemos algebraicamente tendríamos: $W_B = \phi I_B (r_L, r_W, L, W)$, donde r_L , r_W son respectivamente los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo para financiar las compras de capital de las empresas y los préstamos a corto plazo para financiar la masa salarial. La variable que es salida directa de balance de la empresa a la

banca, y que va a determinar el volumen de salarios pagados por la banca a sus trabajadores, es precisamente I_B .

En esta misma ecuación, podemos observar que mientras el pago de dividendos, D , y los pagos contractuales por la deuda, I_B , (supongamos un valor de ϕ igual a la unidad) son positivos para la generación del beneficio del periodo, sin embargo, las decisiones de las familias de aumentar su nivel de riqueza, esto es de ahorrar, tiene un efecto negativo en los beneficios empresariales corrientes. En la visión clásica, la relación entre ahorro e inversión es coherente, sin contradicción alguna entre ambas partes, incluso se suele mantener el principio de que el ahorro genera a la inversión, por el contrario, nuestra ecuación de beneficios agregada distingue dos formas de ahorro diferenciadas no independientes, el ahorro de la empresa (financiación interna) y el ahorro de las familias. Dado que la suma de las dos clases de ahorro es igual a la inversión del periodo podemos alcanzar dos conclusiones contrarias a la perspectiva clásica:

- (a) Si las empresas no invierten, no gastan, no es posible que tanto el sector empresas como el sector familias puedan conseguir los ingresos imprescindibles para que puedan ahorrar.
- (b) La inversión se tiene que repartir entre la financiación interna y el ahorro de las familias, dado que tal reparto supone una distribución diferente de los pares financiación interna-externa disponibles al sector empresa para un mismo volumen agregado de inversión, según nuestra teoría microeconómica del comportamiento óptimo de la inversión, un volumen insuficiente de ahorro empresarial no se puede sustituir perfectamente con un aumento del ahorro de las familias. Por tanto, no es posible mantener el efecto siempre beneficioso del ahorro familiar de las familias sobre la inversión empresarial, debido al efecto negativo que tiene directamente sobre el beneficio empresarial.

Cuadro 5.3.1-2

Empresas	Trabajadores
(a) $G_E = W_E + I$	(a') $G_T = C_w$
(b) $I_E = C + I$	(b') $I_T = W = W_E + W_B$
(c) $B_E = I_E - W_E$	(c') $S_T = W - C_w$
Banca	Capitalistas
(a*) $G_B = W_B$	(a'') $G_C = C_d$
	(c'') $S_C = D - C_d$

5.3.2 Ecuación de Kalecki para la economía mixta

La ecuación de beneficios agregada puede ampliarse hasta incluir la existencia del Estado y de relaciones comerciales con el exterior. Hay dos flujos de dinero que destacan sobre cualquier otro que pudiera circular por la caja del Estado, son los impuestos y el gasto público. Entenderlos como tipos dentro de las categorías minskianas de ingreso, balance y cartera, obliga a detenernos momentáneamente sobre la naturaleza de estos tipos de flujos monetarios, poniéndolos en relación con el concepto de dinero del capítulo 2.

El gasto público, por ejemplo, no corresponde a ningún flujo monetario de salida de la caja del Estado homogéneo, incluye tipos diversos como la compra de bienes y servicios por el Estado, el pago a funcionarios, las transferencias, etc. En cuanto a los impuestos, sabemos que este flujo está directamente relacionado con el poder monetario del Estado. Desde el momento en que la "Autoridad" aparece disgregada en sus funciones monetarias en el capitalismo moderno en dos instituciones diferenciadas, el Banco Central y el

Estado, una aproximación a nuestra teoría de los impuestos debería incluir el Banco Central en un estudio del comportamiento del Estado y, sobre todo, en relación con los impuestos. Estos, en sentido estricto, son flujos monetarios de balance, dentro de la clase de los contingentes, sólo aparecen en caso de que se produzca algún flujo de ingreso en la economía, no obstante, la deuda del sector privado con el Estado es una deuda ficticia, de una clase diferente a la que se puede producir las interacciones entre la banca y los sectores privados de la economía. Aunque conceptualmente pensemos que los impuestos son un tipo especial de flujos monetarios de balance, dado que están correlacionados con los de ingreso, trabajaremos en nuestra ecuación de beneficios como si fueran un flujo de entrada de dinero a la caja del Estado por ingreso.

Un problema similar se plantea con uno de los flujos que constituyen el gasto público del Estado, las transferencias del Estado al sector privado, que no son más que impuestos negativos, van en la dirección contraria: el Estado reconoce una deuda ficticia al sector privado, sin embargo y por la misma razón que los impuestos los consideraremos de ingreso. En cuanto a componentes del gasto público como los salarios de funcionarios o la compra de bienes y servicios, dado que son transacciones análogas a las que generan flujos de ingreso en los sectores privados, familias, empresas y bancas, no se plantea mayor problema en considerarlos de ingreso. Si el Estado ejerciera algún tipo de actividad productiva, que es una actividad genuinamente privada en las economías libres de mercado, lo incluiríamos en el sector empresas, no reconociéndole en ese acto su carácter de autoridad.

Es posible definir el ahorro público como la diferencia de los impuestos (o ingresos del Estado) menos el gasto público (o salidas de ingreso del Estado). El ahorro negativo del Estado tomado en valor absoluto lo denominaremos déficit público, *DP*. La

introducción del déficit público modifica la ecuación de beneficios del siguiente modo (eliminando los flujos de balance del caso 2):

$$B_E = I + DP \cdot S_T$$

El déficit público aparece en nuestra ecuación de beneficios como una variable que los favorece. Es, por consiguiente, una fuente de financiación para la inversión privada perfectamente sustitutiva del gasto de las empresas en inversión. Esto es, suministra financiación futura a las empresas a un coste menor que el ahorro privado. El déficit público es fuente generadora de beneficios y, por tanto, sostenedora de la estabilidad del sistema, asumiendo así la sociedad en su conjunto los costes sociales y económicos implícitos en aras de evitar la quiebra del sistema mismo.

5.4 Estructura financiera

5.4.1 Fuentes ordinarias de dinero

Los sujetos que actúan en una economía monetaria incluyen entre sus atributos esenciales la procedencia del dinero que entra en sus cajas y que les permite realizar pagos. Es decir, el modo en que se procuran el dinero de los otros. Si pensamos en algunos pagos en dinero de un agente concreto que sean determinantes para su viabilidad económica, no es difícil plantearse que el “modo normal” (o socialmente válido) en que se procura el flujo de dinero de otros hacia su caja, con lo que paga, es un rasgo característico de ese agente. Por ejemplo, es característico de familias, empresas, bancos y Estado que:

- a) *Las familias* trabajadoras tengan como fuente ordinaria de dinero sus **salarios**, que les sirven para sus pagos fundamentales, los de consumo y los de vivienda. Los pagos de vivienda, en general, son de balance, en tanto existan pagos del principal y de los intereses de algún crédito hipotecario. Los salarios son un flujo de ingreso. En este sentido, existe un paralelismo entre la adquisición de capital de las empresas y el de viviendas de las familias.
- b) Los **beneficios** son para las empresas el equivalente de los salarios para los trabajadores, son su fuente ordinaria de dinero y, como hemos dicho, juega un papel fundamental en los pagos de balance y en la financiación interna de sus inversiones.
- c) Los bancos se diferencian claramente de familias y empresas en que sus fuentes ordinarias de dinero no se pueden calificar de ingreso, para ellos el dinero procede de los pagos contractuales de la deuda de los otros sectores y la venta de diversos activos financieros, esto es, flujos de **balance** y de **cartera** respectivamente.
- d) El Estado realiza sus pagos con un flujo de dinero que le es exclusivo, son los **impuestos**, un flujo que, por conveniencia, tal y como hemos explicado en el apartado anterior, hemos considerado de ingreso, pero que conceptualmente es de balance y contingente.

Así como las entradas ordinarias de dinero a las cajas de los distintos agentes económicos son de naturaleza diferente -bien directamente *de ingreso o derivado* de un ingreso bruto, de *balance* o de *cartera*-, siendo imposible de encontrar siquiera una semejanza entre los modos ordinarios de procurarse dinero de dos agentes económicos distintos sin que como consecuencia uno de ellos pierda su esencia, por consiguiente, se convierta en el otro, sin embargo, podemos encontrar en las salidas de balance al menos un tipo que es comúnmente compartido por cualquiera de ellos, lo que deriva necesariamente de algún modo de financiación externa que es compartido por todas las unidades económicas. Esta forma común son los pagos contractuales de la deuda que son con data, y denominaremos a la forma de deuda que los produce, simplemente

deuda⁵⁷ Recordemos que los pagos contractuales de la deuda incluyen, por un lado, la devolución de todo el dinero que en su día entró en la caja de la unidad económica emisora como un flujo de cartera a lo largo de un intervalo de tiempo finito, estas salidas de dinero las conocemos como el principal, y, por otro lado, el pago de un porcentaje sobre la suma de dinero anterior que no ha sido devuelta, que conocemos por los intereses.

Cuando en un presente determinado observamos la *posición* en que los distintos agentes económicos colocan el principal y los intereses de la deuda en relación con las corrientes ordinarias de dinero que emplea para satisfacer estos pagos de balance, donde la observación se proyecta sobre un horizonte futuro suficientemente largo H^f , la relación entre el flujo ordinario de dinero para el cumplimiento de las obligaciones contractuales recogidas en su deuda y dichos pagos o salidas de dinero de balance definirán para nosotros la estructura (o posición) financiera del individuo. La agrupación de los distintos agentes económicos según su estructura financiera característica en tipos financieros básicos, nos va a permitir definir a su vez la estructura financiera de la economía como un todo, esto es, la fragilidad financiera de esa economía de acuerdo a el peso relativo de los distintos tipos financieros dentro de la economía en su conjunto.

⁵⁷ Si bien cualquier forma de financiación externa es una deuda que genera en el futuro pagos contractuales de la deuda, que no tienen que ser con data, no obstante, en determinados contextos, la palabra deuda se refiere sólo a las formas de financiación externa cuyos pagos contractuales futuros son con data, dándose que las otras formas de deudas toman otros nombres distintos al genérico, por ejemplo, acciones, dinero bancario, etc. Cuando la palabra deuda designa un género o un caso particular de ese género dependerá del nivel de desagregación y detalle que requiera el análisis económico: si el análisis es detallado, que es el caso que nos ocupa en este apartado, nos referiremos al caso particular y no al género.

5.4.2 Tipos financieros básicos y fragilidad financiera

Reconoceremos tres tipos básicos de estructura financiera de los agentes económicos individuales, que designaremos por las letras h , s y p , que corresponden a los tipos, en inglés, *hedge*, *speculative* y *ponzi*. Como hemos dicho, será a partir de estos tipos financieros básicos que se determinará la estructura financiera de la economía en su conjunto. Minsky (1974a y 1977a) los define en el nivel microeconómico tomando en consideración la relación de los flujos de dinero de la caja durante un horizonte temporal futuro y finito, bajo condiciones de incertidumbre. Pasamos a presentar las características de cada uno de estos tipos.

a) Tipo h , *hedge*.

Incluimos, en esta clase, aquellos individuos para los cuales los pagos contractuales de la deuda, en cada presente previsto en H^t , están cubiertos con las corrientes de dinero ordinarias del mismo periodo. La previsión de las entradas ordinarias, el modo en que se genera la expectativa del valor numérico de esta variable, será siempre la del individuo que decide en condiciones de incertidumbre. Esto supone que la previsión no se calcula en la forma de un valor esperado o esperanza matemática, sino que el valor previsto tiene en cuenta lo que sucederá en el peor escenario futuro posible. Hay, por consiguiente, para estos agentes, un margen de seguridad suficiente en cada periodo, y así ha debido de pasar en los presentes que han pasado, entre los pagos contractuales de la deuda y sus entradas ordinarias de dinero.

b) Tipo s , *speculative*.

Decimos que un agente económico es especulativo cuando para algunos periodos no cubre el pago del principal con el flujo ordinario de dinero que le corresponda, y su deuda descansa, por consiguiente, en un conjunto de especulaciones favorables acerca de

su posterior refinanciación en los mercados financieros. El agente especulativo en todo momento paga sus intereses, por tanto, la emisión de nueva deuda para sustituir la deuda vencida, y que no puede pagar, no le supone un aumento global de la deuda contemplada en el pasivo de su balance, es más, todo el principal que pueda pagar le supone una disminución de la deuda aún pendiente. Por otro lado, la suma de todos los pagos contractuales de la deuda en el horizonte temporal en el que se produce su pago es menor a la suma de los beneficios de la empresa disponibles para realizar tales pagos en ese mismo horizonte de tiempo.

Así como la unidad cubierta (hedge) puede incumplir sus pagos de balance sólo si se produce una contingencia negativa en los mercados de bienes, la unidad especulativa depende, además, para el cumplimiento de sus compromisos de pago, recogidos en los contratos de deuda, del buen funcionamiento de los mercados financieros, porque deben negociar la deuda que les vence en determinados intervalos y que no pueden pagar, solicitando a los mercados financieros un aplazamiento de la deuda vencida, que no se les debería negar. En general, las unidades especulativas tienen necesidad de emitir deuda para validar la estructura financiera contemplada en su balance. La diferencia desfavorable para la empresa entre amortizaciones de la deuda y fuentes normales de dinero sucede en los periodos de tiempo próximos al momento en que se realizó la inversión original que dio lugar a la primera emisión de deuda. Con el transcurso del tiempo, la empresa refuerza sus entradas ordinarias de dinero y es capaz de proceder con la devolución y el interés de su deuda sin apelar a la vía de la emisión de nueva deuda o refinanciación de la ya emitida previamente.

Las estructuras financieras especulativas dependen, por un lado, de las características físicas del capital, la necesidad de financiar proyectos de envergadura que tardan algunos años en dar un rendimiento netamente positivo para la empresa, pero, también, de

determinas prácticas financieras y de la preferencia acusada por la liquidez de los mercados financieros en el sistema capitalista, ambas circunstancias se combinan para extender el uso de formas financieras de corto plazo que no se ajustan a las necesidades financieras reales del capital, obligando de ese modo a devoluciones del principal en un periodo de tiempo corto que no coincide con el modo en que el capital mismo genera los beneficios.

c) Tipo *p*, Ponzi.-

El tipo de financiación ponzi es un caso extremo de práctica financiera especulativa que debe su nombre a Charles Ponzi. Este financiero es conocido por usar la práctica bancaria de pagar altos intereses a los prestamistas primeros usando como dinero para tales pagos el de nuevos prestamistas que consigue atraer con la promesa de tales intereses elevadísimos, y que, sin saberlo, están pagando precisamente con su propio dinero esos altos intereses de aquellos prestamistas que les antecedieron.

En su Breve historia de la euforia financiera, John Kenneth Galbraith (1990) describe a Ponzi y lo relaciona con uno de los episodios que aparecen en la cadena causal que condujo a la crisis bursátil de 1929: la de la especulación con terrenos en Florida que se vendieron como “cercanos a la playa” a individuos de las zonas frías de los Estados Unidos que fueron atraídos por el buen clima de aquella península:

Charles Ponzi ya era un falsificador y ladrón convicto y confeso cuando empezó una nueva carrera vendiendo tierras pantanosas de Florida a inversores voraces de beneficios. (...) Los terrenos seleccionados de “primera línea de playa” distaban del mar, aplicando un criterio de medición flexible, de 15 a 25 Km. El conocido Charles Ponzi, de Boston, cuyo nombre ha quedado asociado a las operaciones inversionistas que pagaban substanciosos dividendos a los primeros inversores con el dinero aportado por los que venían después, se orientó ahora al negocio inmobiliario. Promovió una parcelación que según decía se hallaba “cerca de Jacksonville”, cuando estaba aproximadamente a unos 100 km. de allí.

Las prácticas que llamamos *ponzi*, o las estructuras financieras ponzi, en la financiación del capital, son peligrosas para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, pero no necesariamente son una muestra de comportamiento delictivo, a pesar del nombre al que hace honor. En las prácticas ponzi, en efecto, el beneficio empresarial durante determinados periodos de tiempo, generalmente los próximos a la fecha en que se realiza la inversión, no es suficiente ni para pagar parte de intereses vencidos en esa fecha -no puede pagar teóricamente, por tanto, ninguna parte del principal- Como consecuencia de ello, la empresa se ve obligada a emitir nueva deuda, no ya para pagar el principal, sino también parte de los intereses vencidos, por tanto, el volumen total pendiente de la deuda que se recoge en el balance de estos agentes crece durante todo el periodo de tiempo en que tal situación se mantenga.

En muchos casos, la viabilidad de las unidades Ponzi descansa en la venta futura de los activos, adquiridos mediante esas prácticas, a un precio lo suficientemente alto que permita, entonces, poder cancelar la deuda e intereses acumulados (puede ser el caso, por ejemplo, de empresas dedicadas a la construcción de viviendas). El agente ponzi, se ve así afectado, no ya por las propias condiciones de los mercados financieros que permiten absorber su deuda, sino, también, por el mantenimiento de la expectativa favorable del valor de mercado de los activos que financia en ese momento.

Si los agentes del mercado cambian sus expectativas, y creen que tales activos sufrirán una caída en su precio, el agente ponzi no podría cumplir con los pagos de su balance al negársele nueva financiación. Por lo tanto, el agente ponzi no sólo incluye como fuente normal de pago los beneficios, sino que en muchos casos, en el futuro, su flujo de entrada de dinero dependerá de algún tipo de operación de las que hemos calificado de cartera. Si se incluyen estos flujos de cartera como ordinarios, la suma de todos los ingresos ordinarios del agente ponzi, durante el horizonte temporal en que

debe cumplir con los pagos de su deuda, es mayor que la suma de estos pagos de balance. Esto es, el agente ponzi, observado en su horizonte de actuación, es solvente en el momento en que toma su decisión.

5.4.3 Estructura financiera global

La *estructura financiera* de la economía depende del peso relativo que las distintas clases H , S o P tengan sobre el conjunto del total de individuos, donde H , S y P es la suma de todos los agentes del mismo tipo en cada clase. La clase H (*hedge*), comprende a los individuos cuyas finanzas están *cubiertas*, la clase S comprende a los individuos especulativos (*speculative*), y, por último la clase P se refiere a aquellos sujetos que siguen una conducta financiera que denominamos ponzi. La estructura financiera de la economía define, a su vez, el estado de *fragilidad financiera*. En particular, cuanto mayor sea el peso de la clase de las unidades ponzi, P , y especulativas, S , sobre la economía en su conjunto, mayor será el nivel de fragilidad financiera. Por el contrario, cuanto mayor sea el peso de las unidades H en la economía, menor será la situación de fragilidad financiera, esto es, se encontrará en una situación robusta desde el punto de vista financiero.

La hipótesis de la fragilidad financiera tiene ahora una lectura como evolución teórica de la estructura financiera global de la economía: en la dinámica capitalista, una población constituida principalmente por agentes H va siendo transformada en otra donde los tipos S y P van progresivamente ocupando una mayor presencia y peso en la misma.

El proceso de transformación de las unidades cubiertas en especulativas y de las especulativas en ponzi es, como realidad empírica, un proceso histórico bastante complejo de aprehender en

el momento en que se está produciendo, puesto que para el individuo que lo observa es el presente de una realidad dinámica. Y donde, posiblemente, los elementos que dirigen el proceso mediante el cual se aumenta el peso de las clases *S* y *P* admite expresiones muy diferentes, sin que quepa esperar que no se modifiquen con el paso del tiempo a formas nuevas a las conocidas y descubiertas en el pasado. Sin embargo, el mecanismo minskiano original, por el que el proceso de transformación de los tipos que componen la población de la economía sigue la dirección que apunta nuestra hipótesis, da un peso primordial a la evolución de los tipos de interés. Al menos, ese parece haber sido el mecanismo que subyace en el ciclo económico americano después de la segunda guerra mundial.

En este mecanismo minskiano del tipo de interés, es fundamental la contraposición de la naturaleza *endógena* del dinero frente a la autoconciencia de la autoridad monetaria, Banco Central, de su obligación de controlar la *cantidad de dinero*, dado que, según esa misma autoridad, el objetivo último de su acción es controlar la inflación. La expansión del capital obliga a un aumento de la cantidad de dinero en el sistema y, por consiguiente, provoca una reacción lógica del Banco Central: éste aumenta los tipos de interés. El uso de los tipos de interés como mecanismo de control monetario, aumentando su valor y su volatilidad, tienen como efecto la apertura de un proceso de cambio institucional, es decir, promueve la innovación financiera con la aparición de nuevas prácticas y productos en estos mercados (Minsky, 1957); y, principalmente, en los mercados monetarios, donde surgen nuevos instrumentos o bien aumenta considerablemente el volumen de transacciones en algunos mercados e instrumentos financieros que ya existían pero cuyo desarrollo era muy limitado antes de la subida de los tipos de interés. La consecuencia inmediata de este desarrollo de las instituciones monetarias es que los agentes están incentivados a transformar la estructura de su cartera, sustituyendo aquellos activos

más seguros por otros que les ofrecen ahora una mayor rentabilidad (dinero endógeno estructural).

Mientras las expectativas eufóricas que han estimulado ese proceso no sean eliminadas, y las subidas de los tipos de interés no son un suceso suficiente para acabar con ellas, el proceso de crecimiento y transformación financiera se alimenta a sí mismo. La nueva situación económica y financiera, con su mayor seguridad y dinamismo, incentiva las prácticas especulativas, es decir, las unidades cubiertas tienen ahora demasiados costes asociados a la estructura de su balance en relación a otras formas de balance, debido, fundamentalmente, a que la seguridad que esa configuración les confiere, en relación a la percepción social de una situación de éxito de la economía en que viven, es considerada excesiva y, también, por tanto, el coste de mantenerla.

La unidad especulativa, cuyos costes de seguridad en el balance son menores (adecuados a la nueva situación), obtiene más beneficios que las unidades cubiertas: una situación que o bien puede atraer a unidades cubiertas a usar las nuevas prácticas financieras o bien las puede eliminar del mercado por no ser rentables.

Una vez las unidades especulativas son dominantes en el conjunto de la economía y del sistema financiero, debido a los altos tipos de interés y su volatilidad, se impone como normal el uso de los préstamos a corto plazo para financiar posiciones de capital a largo, subidas sucesivas de tipos de interés pueden ocasionar que, en algún momento, las unidades especulativas se encuentren con que sus flujos ordinarios de dinero no sean suficientes para el pago de unos intereses crecientes sobre un mismo volumen de deuda: la unidad especulativa se convierte así en ponzi. Si la situación de restricción monetaria se acentúa, el precio de los activos con el que algunas unidades ponzi esperan poder pagar sus deudas puede verse negativamente afectado.

La tensión creciente entre los flujos ordinarios de dinero y los pagos del balance es una manifestación clara de que la economía ha alcanzado una situación de fragilidad financiera. Ante las dificultades crecientes de algunas unidades económicas para realizar sus pagos, los mercados financieros pueden negarse a negociar una vez más su deuda pendiente. Los agentes que fallan en el pago de sus obligaciones pueden provocar que otros agentes que dependen para sus pagos del de éstos vean que no disponen de sus ingresos ordinarios esperados para hacer los suyos. Los agentes recurren entonces a procurarse dinero apelando a fuentes extraordinarias como es la venta de sus activos. Si este proceso no se aborta, queda abierta una era de inestabilidad financiera que bien pudiera desembocar en una crisis financiera causada, precisamente, por la presión de este elevado número de vendedores en los mercados de activos, es decir, del excesivo número de agentes que desean obtener dinero de un modo que, para ellos, es anormal.

*FRAGILIDAD FINANCIERA Y CICLO ECONÓMICO EN
ESPAÑA*

Este capítulo presenta los rasgos más sobresalientes de la evolución financiera española durante el ciclo económico más reciente. Comienza con el establecimiento de un calendario para las fases expansivas y las recesiones de la producción nacional según un criterio cercano al del NBER para los Estados Unidos. En España, como sabemos, no existe un calendario oficial para los distintos momentos del ciclo económico.

Limitado por los datos disponibles, nos hemos centrado en las expansiones financieras que han sucedido durante los auges económicos de mediados de los ochenta y de los noventa del siglo pasado. Se han examinado aquellos aspectos financieros que hemos considerado relevantes para la determinación de un posible proceso de fragilidad financiera durante el auge económico de nuestro país.

En primer lugar, hemos analizado la evolución de la financiación externa de las empresas españolas desde diversos ángulos. Utilizando las ecuaciones de Kalecki-Levy para una economía abierta se ha estimado el volumen absoluto, creemos que por defecto, de la financiación externa utilizada por las empresas para financiar sus inversiones. Como era de esperar, la evolución de

esta variable es procíclica. Se han analizado medidas relativas de financiación externa tales como el porcentaje de inversión financiada externamente o el porcentaje de los beneficios que se dedicaron a los pagos de balance. Como uno de los posibles determinantes del crecimiento de la financiación externa durante el auge económico, se ha estimado la capacidad de las empresas españolas de absorber el beneficio agregado potencial disponible en la economía, gracias, en buena medida, a que ellas gastan en inversión.

Después de observada la evolución de la financiación externa del capital, en relación al calendario establecido para el ciclo económico, pasamos a estudiar el papel que el dinero ha jugado en la financiación del capital durante ese periodo. En este sentido, el análisis que realizamos se inscribe en la teoría endógena del dinero que se examinó en la sección 3.5. Hemos adoptado una definición estrecha de dinero como M1. Se ha prestado una especial atención a la financiación indirecta de la empresa intermediada a través de la banca comercial. Se pretende con ello establecer conexiones entre el aumento de la financiación externa de las empresas, el crédito bancario concedido al sector empresa y el aumento considerable del dinero bancario observado durante el auge económico de los ochenta.

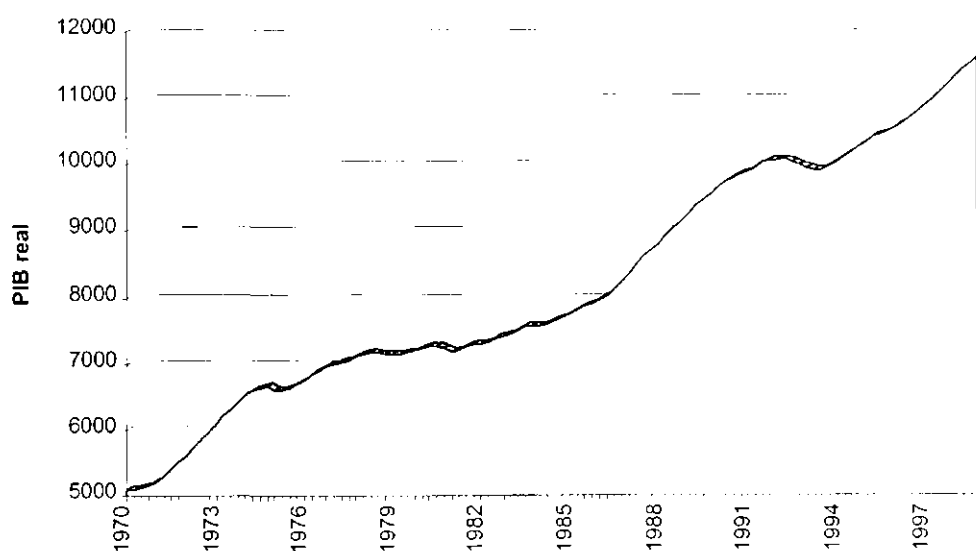
Puesto que se ha detectado en España un crecimiento anómalo de la liquidez durante el auge económico se ha examinado el comportamiento financiero del Estado, para determinar si el crecimiento excesivo de la Deuda Pública pudiese ser el verdadero causante del aumento observado del dinero. Si esto fuese así, el crecimiento del dinero en España hubiese sido además del tipo externo, en la terminología de Gurley y Shaw⁵⁸ Dado que el Estado no puede emitir su dinero por sí mismo, sino en todo caso a través del Banco de España, y que esta vía se encuentra legalmente cerrada, se han estudiado las conexiones del Estado con la banca comercial.

⁵⁸ Gurley y Shaw (1960): p. 72-73, 132-133 & 136-137

Terminamos el estudio de las finanzas del Estado con la presentación de la evolución de su estructura financiera.

6.1. Establecimiento de un calendario del ciclo económico español

En la evolución del producto real español que vemos en la *gráfica 6.1-1* se aprecian tres fases sucesivas de la actividad económica en el periodo 1970-1998. Cada una de ellas, por otro lado, concuerda con un escenario político e institucional característico y absolutamente singular, es decir, que son radicalmente distintas entre sí.



Gráfica 6.1-1: evolución del P.I.B._{p.m.} base 86, m.m de ptas, trimestral, 1970-1998. Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral de España

Hay una fase expansiva inicial y débil que corresponde a los últimos años de la dictadura y el tránsito a la democracia. Mientras la democracia llegada con la Constitución de 1978 es, para todos los españoles, un fenómeno muy reciente y sin consolidar, se produce la fase intermedia de estancamiento económico. Termina la evolución de la producción española registrada desde 1970 por el I.N.E. con una fase de expansión muy fuerte y larga, la cual tiene como trasfondo histórico la europeización de nuestro país o integración de nuestra economía en una superior -la *Unión Europea*. El año 1998 no es únicamente el final de una serie temporal sino, sobretodo, el final de aquellas economías nacionales de *Europa* que, como España, han renunciado a su moneda y adoptado una nueva, el *euro*, con la consiguiente renuncia de sus Estados a la política económica independiente.

La fase inicial de expansión débil de la economía española en los años 70 comprende dos ciclos clásicos⁵⁹ El primero termina el segundo trimestre de 1975. Definimos el final y el comienzo de un ciclo económico completo, que comprende una fase alcista o auge y al que le sigue una recesión o contracción, con el término *valle*. Tiene el *punto de giro*, tránsito del auge a la contracción, en el cuarto cuatrimestre de 1974. El punto de giro equivale en el lenguaje del ciclo económico clásico a una *cima*. A éste le sigue una recesión suave que dura 3 trimestres. La duración del ciclo es, por tanto, de 22 trimestres.

El segundo ciclo, más corto, de 15 trimestres, termina el primer trimestre de 1979, tiene el punto de giro el segundo trimestre de

⁵⁹ Existen dos concepciones del ciclo económico (Don Harding y Adrian Pagan, 1998). Por un lado, *el ciclo clásico*, así lo determina el NBER para la economía norteamericana, que lo entiende por niveles. Y, por otro lado, *el ciclo de crecimiento*, más usado por la nueva macroeconomía clásica contemporánea, que lo entiende como desviación respecto a una tendencia. El ciclo clásico nos parece que es la definición idónea y, sobretodo, suficiente para localizar en el tiempo los periodos de euforia económica que abocan en la fragilidad financiera.

1978, le sigue una recesión algo más larga que la previa, dura cuatro trimestres.

La fase intermedia de estancamiento económico dura 20 trimestres. Dentro de la atonía general del periodo (prácticamente no hay variación alguna en la producción nacional), se descubren dos ciclos muy débiles. El primero dura 8 trimestres, tiene un punto de giro el tercero de 1980 y presenta una recesión débil durante tres trimestres. Termina el primer trimestre de 1981. El segundo ciclo, algo más largo y menos débil, dura 12 trimestres. El punto de giro se produce el cuarto trimestre de 1983 y la caída final en la producción del país abarca tan solo dos trimestres.

El segundo trimestre de 1984 comienza la tercera y última fase del ciclo económico español observado. Es fuertemente expansiva y de larga duración, exactamente 59 trimestres desde su inicio hasta diciembre de 1998. Distinguimos, en el interior de este periodo, un ciclo concluso y otro inconcluso, en el que aún vivimos. El primero se extiende por 32 trimestres consecutivos. Tiene punto de giro el segundo de 1992. La recesión final, en comparación con lo que ha sido la experiencia hasta entonces, es larga (seis trimestres). El último trimestre de 1993 comienza un nuevo ciclo que aún está abierto, por consiguiente, y que sólo ha mostrado su vertiente expansiva.

6.2 *Beneficios, pagos de balance e inversión*

6.2.1 *Expansión de la financiación externa en el ciclo económico español*

El aumento de la *financiación externa* sobre el conjunto de empresas durante el auge económico es un elemento necesario para que surja un proceso de *fragilidad financiera*. Una estimación

cuantitativa de la evolución de “la financiación externa” con el ciclo económico constituye, por consiguiente, un dato de la realidad básico para la evaluación de nuestra teoría.

Como sabemos, la financiación externa es una magnitud flujo que definimos como la negación de la financiación interna de la inversión; es decir, remitiéndonos a la relación que ambas, financiación interna y externa, mantienen con la inversión en la empresa individual i :

$$I_i = f_i + f_e \tag{1}$$

La financiación externa del sector empresas en un determinado momento t (FE_t) no es más que la suma de la financiación externa de todas las empresas de la economía en t :

$$FE_t \equiv \sum_{i=1}^N f_{e,t,i} \tag{2}$$

Si contásemos con el valor de FE_t para un periodo largo de tiempo podríamos observar cual ha sido la evolución de dicha variable en relación al ciclo económico español. Bastaría con comparar los periodos de crecimiento y decrecimiento de esta variable con el calendario propuesto en la sección anterior de los auges y depresiones de la economía española. Podríamos comprobar que, efectivamente, cuando t está en el auge económico ΔFE_t es positivo, en cuyo caso habría evidencia empírica favorable a nuestra hipótesis, o por el contrario, podría suceder que ΔFE_t fuese negativa, en cuyo caso nuestra economía desmentiría la predicción que alberga nuestra hipótesis.

La estimación de FE_t para España comprende un periodo de catorce años: 1985-1998. Las variables económicas que sirven de base a dicha estimación, así como los valores registrados en el tiempo de las mismas, se han obtenido de *las Cuentas Financieras de la Economía Española*, publicación del Banco de España. Hemos establecido, en primer lugar, una correspondencia entre los conceptos de la teoría de la fragilidad sistémica y los datos de la contabilidad nacional recogidos en dichas cuentas, empezando por el problemático concepto de *beneficio* empresarial.

Cualquier estimación de la financiación externa de una economía debe partir de un conocimiento previo de los beneficios conseguidos por las empresas en cada momento del tiempo. En las Cuentas Financieras, no obstante, no hay mención de dicho concepto. Las Cuentas Financieras recogen un conjunto muy amplio de flujos de dinero que constituyen una materia prima de la que extraer los datos que teóricamente nos interesan en nuestro análisis. El beneficio como un flujo de dinero que sostiene la estructura financiera que las empresas heredan del pasado y que determina la financiación interna de las empresas está representado en la contabilidad nacional por el *excedente bruto de explotación*

Beneficio teórico = Excedente bruto de explotación

En el caso de que nos encontremos en una economía con Estado, habrá que descontar al beneficio los impuestos pagados por las empresas si queremos conocer la parte útil del beneficio para el sostenimiento financiero de la empresa. Para facilitar la exposición, al *excedente bruto de explotación* menos los impuestos lo denominaremos también como *beneficio*.

Recordemos las ecuaciones de Kalecki del capítulo anterior. Los determinantes directos del beneficio agregado son, en el caso simple de la economía cerrada, la inversión del periodo, los pagos de balance

que se deben a la estructura financiera heredada del pasado y el déficit público.

Los pagos de balance incluyen la amortización de la deuda y pagos de intereses y dividendos. Mientras que las estadísticas financieras del Banco de España ofrecen datos sobre el pago de intereses y de dividendos, sin embargo, no los ofrece del pago del principal de la deuda. En cuanto a los pagos de balance, estos se pueden convertir en demanda agregada, por tanto, en beneficios, de distintos modos, por ejemplo, podría suceder que $rD_{t-1} = W_B$. Si suponemos que para toda empresa i , $FI_i < I_i$, definimos la ecuación de FE_t para la economía cerrada como

$$FE_t \equiv (A_t - DP_t) = I_t + rD_{t-1} - B_t \quad (3)$$

Observemos que esta ecuación corresponde, precisamente, a la definición microeconómica de financiación externa en valor absoluto, $|fe_{t,i}| = |(B_{t,i} - rd_{t-1}) - I_i|$ dado que si $FI_i < I_i$, la financiación externa de la empresa individual será un número negativo en dicha fórmula.

Para la economía abierta, las ecuaciones de Kalecki-Levy tratan el saldo de la balanza por cuenta corriente como un determinante directo de los beneficios de las empresas. La ecuación de financiación externa, al incluir el saldo de exportaciones e importaciones del país, sería

$$FE_t \equiv (A_t - DP_t - BP_t) = I_t + rD_{t-1} - B_t \quad (4)$$

Donde $BP = (X-M)$

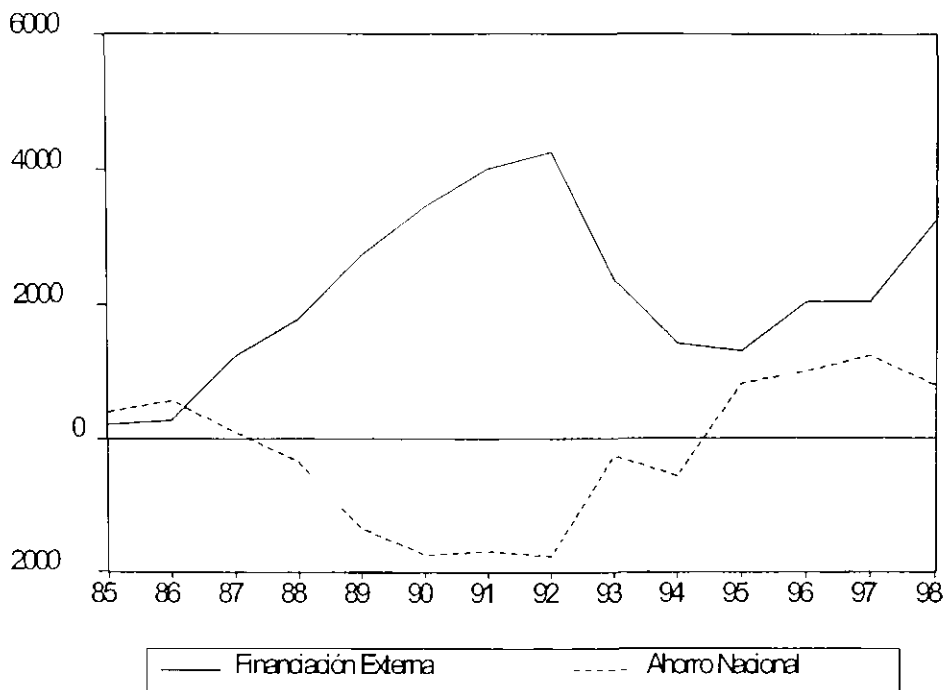
Debemos advertir que el saldo de la balanza corriente, cuando es negativo, da cuenta de la posible existencia de financiación externa

suministrada por otros países a las empresas españolas. Cuando esta situación se da, la ecuación (4) no puede dar cuenta de este hecho, ya que no distingue la procedencia de la financiación externa. Observemos que no presupone tampoco especificación alguna sobre las instituciones de la economía española. Las ecuaciones (3) y (4) dan idéntico resultado, pese a que la primera no presupone sector exterior y la segunda sí. La definición de financiación externa en caso de que exista ahorro exterior financiando la economía española estaría representado por la ecuación (5):

$$FE_t \equiv (A_t + BP_t - DP_t) = I + rD_{t-1} - B_t \quad (5)$$

Presentamos en el gráfico 6.2.1-1 la evolución de la financiación externa de las empresas españolas estimada según las ecuaciones (4) y (5), señalando la posible existencia de financiación del exterior mediante la variable ahorro financiero neto de la nación ofrecido por las cuentas financieras.

Comparando estos resultados con la definición de financiación externa en (2), esta estimación de FE_t en base a los datos de las cuentas financieras debe ser menor que (2), básicamente por dos razones: (a) no se dispone de datos de devolución del principal de la deuda, en caso de disponer de esta información, las ecuaciones (3), (4) y (5) serían sustituidas por $FE_t = (I + rD_{t-1} + PDP) - B_t$; (b) para algunas empresas debe darse que $FI_i > I_i$. Esto implica que algunas empresas pueden financiar las inversiones de otras empresas. La financiación externa estimada debería aumentar por el importe del crédito concedido por unas empresas a otras empresas.



Gráfica 6.2.1-1: Financiación externa en m.m de ptas estimada con datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española 1985-1998.

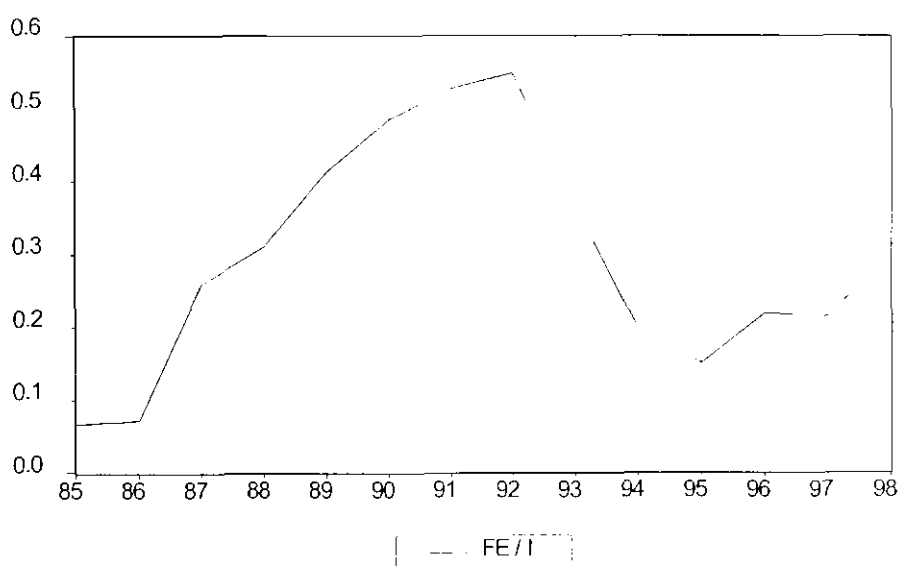
6.2.2 Inversión y financiación externa

De acuerdo a los valores de financiación externa FE_t para el conjunto empresas que se ha estimado, por defecto, en la sección anterior calculamos el ratio FER, financiación externa para el sector empresa en relación a la inversión realizada por el conjunto de empresas, de acuerdo al siguiente cociente:

$$FER = \frac{FE}{I}$$

No sólo se trata sólo de una medida relativa de la financiación externa agregada a la inversión del periodo, sino que dicho cociente nos muestra el peso de la financiación externa misma sobre la inversión que el sector empresa lleva a cabo en cada momento del tiempo. Por tanto, se trata de una estimación de la dimensión financiera del capital. Nos dice hasta que punto es necesario la deuda emitida por las empresas, ya sea directa o indirecta, para facilitar la expansión de la economía conducida por la inversión privada.

La evolución de este cociente puede verse en la gráfica 6.2.2-1.



Gráfica 6.2.2-1: porcentaje de la inversión financiada mediante deuda desde 1985 hasta 1998.

Si se tiene en cuenta que, posiblemente, la deuda necesaria para financiar la inversión durante el periodo observado ha sido mayor que la que hemos estimado, el resultado de este cociente es muy favorable a la suposición de nuestra teoría sobre la importancia de las finanzas para la inversión empresarial. Desde el inicio de la expansión en el año 85 hasta el final de la primera expansión en el año 92, el uso de la financiación externa por parte de las empresas crece de un modo extraordinario. Podría suceder que para 1992 más

del 70% de la inversión pudiese estar siendo financiada mediante deuda de diversos tipos.

6.2.3 Inversión y beneficios

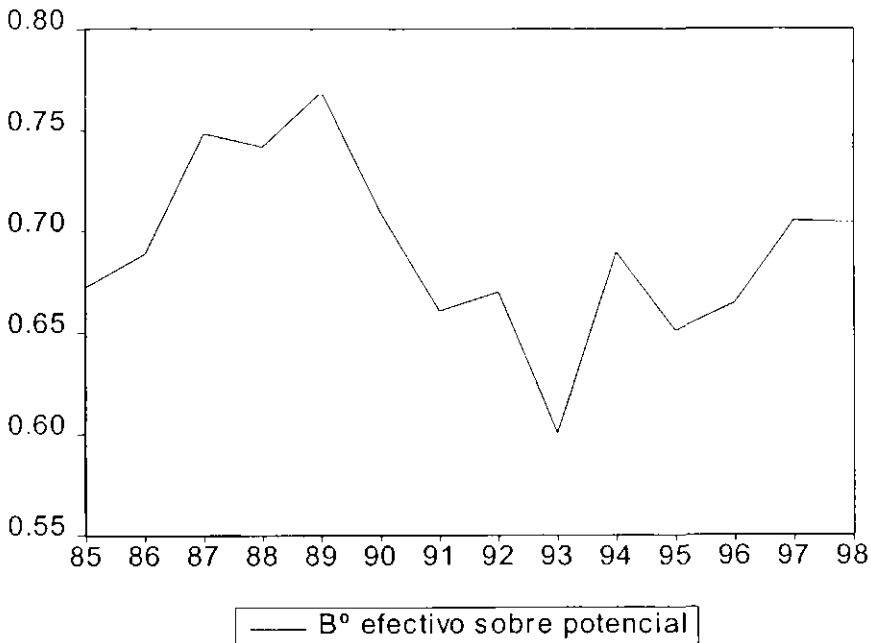
Si establecemos una relación lineal entre los beneficios y la inversión de las empresas, que se ajuste a los datos disponibles en el periodo examinado, los beneficios son siempre mayores que la inversión en una cuantía absoluta de 2.2 billones de pesetas. Expresando esta relación en porcentaje, los beneficios del sector empresa serían un 33% mayores a la inversión en cada periodo. Estos parámetros que describen la relación lineal entre beneficios e inversión se han estimado mediante *mínimos cuadrados ordinarios*. Este resultado tiene implicaciones en las relaciones entre financiación externa y los otros determinantes de los beneficios. Es fácil comprobar que las ecuaciones de Kalecki pueden escribirse como una relación entre beneficios e inversión. Estas ecuaciones serían:

$$\begin{cases} I_t = \left(1 + \frac{A_t - (rD_{t-1} + DP_t + BP_t)}{B_t} \right) B_t & \text{Si } BP_t > 0 \\ I_t = \left(1 + \frac{A_t + BP_t - (rD_{t-1} + DP_t)}{B_t} \right) B_t & \text{Si } BP_t < 0 \end{cases}$$

Representemos esta ecuación de forma simplificada como $I_t = m \cdot B_t$. La relación observada entre beneficios e inversión se da si $m < 1$. Esto es, cuando el ahorro de las familias es menor que el conjunto de determinantes directos de los beneficios agregados de la empresa excluido de ellos la inversión, que, como sabemos, también es un determinante directo de los beneficios del sector empresas.

Esta ecuación presenta de un modo sencillo la relación que existe entre la financiación externa de la empresa y los problemas de *absorción del beneficio máximo potencial* existente en el sistema económico (que corresponde al caso en que $A_t=0$ y $BP_t \geq 0$) por parte de las empresas. Un aumento de la inversión o del déficit público puede tener poco efecto sobre el beneficio de las empresas, por consiguiente, sobre su fortaleza financiera, si el ahorro de las familias o del sector exterior (u otros sectores no estrictamente empresariales) consiguen apropiarse de ese superávit disponible en la economía.

En la gráfica 6.2.3-1 puede verse el cociente entre el beneficio efectivo obtenido por el sector empresas y el beneficio máximo potencial disponible en el sistema económico.

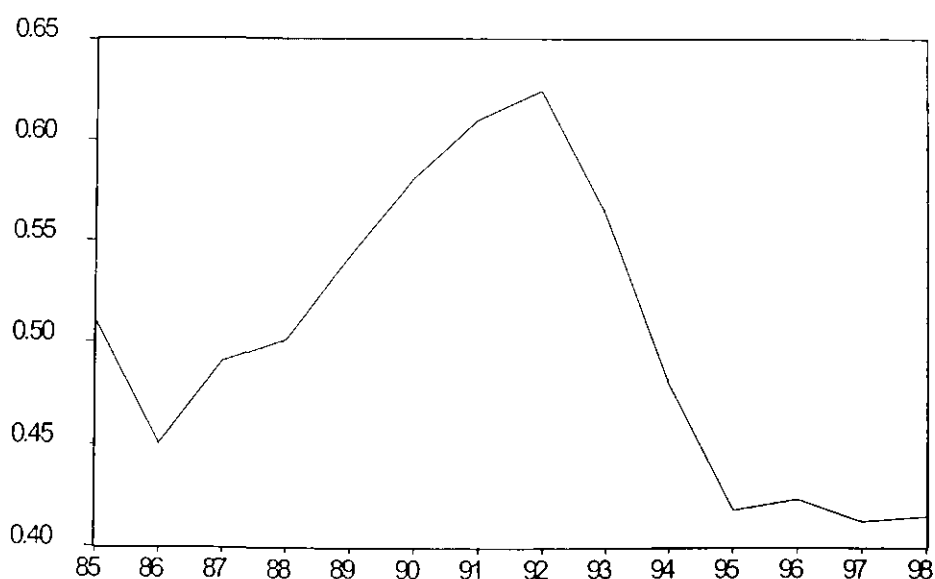


Gráfica 6.2.3-1: una estimación de la absorción de las empresas del beneficio máximo potencial

6.2.4 Pagos de balance y beneficios

Para tener una visión más completa de la evolución de la estructura financiera de la empresa española durante el ciclo económico examinado, nos queda por determinar cual ha sido el peso de los pagos de balance heredados del pasado en relación a la fuente normal de dinero de la empresa para cumplir con los mismos, como sabemos, los beneficios.

En la gráfica 6.2.4-1, se observa el porcentaje de los beneficios corrientes que las empresas dedicaban al pago de la deuda que heredaban del pasado. Como podemos observar en esta gráfica, el peso de los pagos de balance sobre los beneficios del periodo a medida que avanza la expansión financiera es creciente. Tengamos en cuenta que si hubiese un conjunto considerable de empresas que, de acuerdo a los valores que hemos estimado para el conjunto de empresas, no pudiesen amortizar su deuda con los beneficios del periodo, estas empresas podrían mantener una estructura financiera de tipo especulativo. Si sucediese que algunas empresas tuviesen problemas para pagar los intereses de la deuda emitida en el pasado con los beneficios del periodo, entonces estas empresas estarían adoptando una posición financiera del tipo ponzi.



Gráfica 6.2.4-1: pagos de balance sobre beneficios

Recogemos en la gráfica 6.2.4-2 la evolución desigual que siguen los pagos de balance por la financiación directa mediante acciones y la que se debe a los intereses por financiación intermediada a través de la banca en relación a los beneficios del periodo durante el periodo estudiado.



Gráfica 6.2.4-2: los pagos de balance derivados de la financiación directa e indirecta de la inversión en relación a los beneficios corrientes de la empresa.

6.2.5 Estructura financiera de la empresa

De acuerdo al calendario establecido en la sección 6.1, los datos de las gráficas de las secciones 6.2 a 6.4, que acabamos de ver, y que pueden indicar el estado de la estructura financiera de las empresas, se corresponden con dos fases expansivas, separadas por una recesión, del ciclo económico. Consideremos el año 85 como

situación inicial de una de las expansiones económicas señaladas. Recordemos que esta primera expansión tiene una duración de 32 trimestres, y que, en el segundo trimestre del 92, se inicia la única recesión observada, de la cual surgirá la segunda fase expansiva a comienzos de 1994. Esta segunda aún dura.

En tres de las cinco gráficas de esta sección sobre financiación externa, 6.2.1-1, 6.2.2-1 y 6.2.4-1, apreciamos que los máximos y mínimos de las mismas concuerdan perfectamente con el ciclo económico. En el año 92 tienen su pico la financiación externa, la financiación externa relativa a la inversión y el peso de los intereses sobre el beneficio. Todos los indicadores de financiación externa indican, por tanto, un aumento de la misma desde el año 85 hasta el año 92, es decir, durante la primera expansión económica.

Se observa así mismo que a partir del año 95 comienza de nuevo un incremento de los dos indicadores más significativos de la financiación externa: los niveles absolutos y los relativos a la inversión de la financiación externa. Se mantiene constante, sin embargo, el peso relativo de los intereses sobre los beneficios. La descripción simple de los datos, y sabiendo que la muestra es muy pequeña, no desmiente nuestra suposición de partida, a saber, que durante las expansiones aumenta la financiación externa de las empresas.

Durante la recesión se produce un cambio de las tendencias previas en la financiación externa. La evolución financiera que se aprecia en la primera expansión es insostenible y la recesión, por tanto, surge como el momento de corrección inevitable. Cuando se incorpore más información acerca de la realidad española durante este periodo de expansión insostenible, en particular, del comportamiento del *Estado* en su sentido más amplio (no sólo del *gobierno* sino también del *Banco de España*), estaremos en disposición de abordar la cuestión de hasta que punto este crecimiento insostenible puede tipificarse como un proceso de fragilidad

financiera de Minsky, lo que no es óbice para afirmar que en este periodo hubo, a la luz de los datos, un deterioro formidable de la situación financiera de las empresas. Creemos que la segunda fase expansiva ofrecerá un ejemplo de expansión económica con fragilidad financiera más próximo a la teoría que este primero; esto es, más típico.

En la gráfica 6.2.3-1, donde se ve la evolución del poder de absorción del beneficio potencial por las empresas, advertimos un comportamiento de esta variable con el ciclo económico nuevo: tiene un pico en el año 89, alcanza un mínimo en el año 93. Parece desprenderse de estos datos que las empresas españolas mejoraron su capacidad de conseguir beneficios respecto al potencial hasta el año 89, y que a partir de esta fecha esta capacidad no hace más que disminuir. Esta es una situación muy significativa por un doble motivo: por un lado, porque si las empresas mantienen las expectativas eufóricas de crecimiento y mantienen sus niveles de inversión elevados, la menor capacidad de recuperar el gasto en inversión como beneficios necesariamente implica un aumento de su fragilidad financiera y, por otro lado, porque si a este aumento en la fragilidad financiera se une la dificultad creciente para las empresas de obtener beneficios (que otros se queden con el superávit) puede producirse una pérdida de impulso, de la euforia, en las empresas, lo que conducirá al fin de la expansión económica vigente hasta entonces. El punto de giro de esta variable en el año 89 es un anticipo del final del crecimiento económico.

Sabemos que en el año 89 cambia el marco institucional del país con la incorporación de la peseta al sistema monetario europeo. Como puede observarse en el gráfico 6.2.1-1, en el intervalo comprendido entre las dos zonas sombreadas, la financiación que se recibe del exterior es cada vez más importante. Parte del superávit generado en el país, por consiguiente, está siendo ganado por el resto del mundo, lo que explica en parte la pérdida relativa de obtener

parte de ese superávit por las empresas españolas que recoge el gráfico 6.2.3-1. Hay dos maneras de corregir una situación de desequilibrio con el exterior como el señalado: bien la deflación o bien la devaluación.

La devaluación es una medida que no se podía aplicar en España dado los compromisos adquiridos en el SME. No al menos sin coste político o de prestigio para el país. La alternativa de provocar una deflación, sin embargo, conduce inevitablemente a la depresión, es decir, al desempleo. Es “el azote del monetarismo” del que hablara Kaldor (1982).

Sobre las consecuencias de la política e ideología monetarista, que defiende la combinación de un tipo de cambio de la moneda extranjera muy barato combinado con unos tipos de interés nacionales elevados para financiar y corregir el déficit de cuenta corriente, la explicación de Keynes sobre las consecuencias de una libra sobrepreciada para el empleo en el Reino Unido en 1925, “*The Economic Consequences of Mr Churchill*”, nos parece actual y pertinente para el caso español de 1989. En dicho artículo, más bien un panfleto para la persuasión, Keynes analiza la medida política monetarista por la que todo el peso del ajuste económico recae inicialmente sobre el sector exportador al que se le encomienda la difícil y desagradable labor de bajar los precios de sus productos para competir con el exterior si quiere sobrevivir. Se espera que las empresas exportadoras más débiles sean eliminadas del escenario económico nacional, lo que se concibe como una medida terapéutica conveniente. A partir de aquí, la política económica monetarista espera que se inaugure una cadena por la cual el sector que sucumbe a la presión competitiva, inicialmente el exportador, imponga una disciplina de austeridad y contención de salarios sobre el resto de industrias. El efecto final deseado por los monetaristas no es otro que la deflación, esto es, el aumento del poder adquisitivo de la moneda nacional sobre la producción nacional.

6.3 *Dinero y crédito*

Hemos comprobado en la sección anterior que el comportamiento de la financiación externa de la inversión en España es pro-cíclico, si bien hemos de tener en cuenta que la longitud observada del ciclo es más bien corta, y que la cantidad de datos disponibles hasta ahora de la realidad española son escasos. Creemos que se trataría, no obstante, de un conjunto de evidencia empírica que cuenta a favor de la hipótesis de fragilidad financiera, sin embargo, no nos parece suficiente. Hay otros aspectos de la realidad que deben explorarse antes de calificar un proceso de expansión financiera como frágil.

Un aspecto que sin duda debe conocerse de los periodos de expansión financiera es cómo ha evolucionado la liquidez última del sistema, esto es, cómo ha evolucionado la cantidad y la naturaleza de los activos seguros que poseen familias y empresas. La predicción de la fragilidad financiera sobre esta cuestión es que la base de activos de máxima liquidez en el sistema monetario se reduce durante la expansión financiera. Dicha disminución se produce, fundamentalmente, mediante cambios evolutivos de los mercados monetarios. La descripción de este fenómeno corresponde a lo que hemos denominado dinero endógeno estructural.

El grado de liquidez de un activo está en relación al conjunto de acuerdos que configuran las instituciones del sistema monetario del país correspondiente. Cuando hay bancos, la liquidez de un activo para el nivel inferior de la circulación monetaria se manifiesta en la facilidad con la que se puede transformar en crédito sobre el sistema bancario por un importe fijo y conocido (endeudan al sistema monetario con el propietario del activo). La liquidez admite grados. Para un conjunto de activos, el de máxima liquidez es aquel que tarda el mínimo tiempo en cerrar cualquier emisión de deuda en

forma de dinero que bajo cualquier medio imaginable, en el pasado, presente o futuro, realizara el propietario de ese activo.

El sistema monetario español puede definirse durante el ciclo económico observado como uno de dinero heterogéneo. Hay dinero bancario privado que es dinero para el Estado (que concebimos como dinero híbrido, cuando lo contemplamos como depósito a la vista de dinero del Banco Central), pero el Banco de España ocupa el máximo nivel jerárquico dentro de la banca: su dinero podemos tratarlo como dinero de Estado. El dinero de la banca privada, que sea depósito a la vista de dinero del Banco de España, lo consideramos, por las razones que hemos establecido en el capítulo 3, un híbrido de dinero privado y de Estado.

La liquidez máxima en este sistema monetario está representada por el efectivo, es decir, los billetes emitidos por el Banco de España. Estos *billetes* son una deuda del Banco de España con el propietario de ese dinero, y le permite de un modo inmediato y directo cerrar la circulación de dinero privado real o hipotético que pudiese haber realizado, estar realizando o que realizará en el tiempo y a la velocidad que desee. Con un billete de banco las cancelaciones de las deudas monetarias entre agentes privados se realizan directamente entre ellos, con la transmisión del billete de una mano a otra, sin necesidad, por consiguiente, de cámara de compensación alguna que intermedie entre ellos, en absoluto anonimato.

El dinero bancario es una forma de dinero híbrida porque admite el cierre de su circulación para las familias y empresas con dinero de Estado, en este caso con dinero del Banco de España. Es un dinero para el Estado porque se define como un depósito a la vista: se cierra en forma de dinero de Estado de modo inmediato o a la demanda, y por esto le sustituye en el ámbito privado de la circulación. Pero de esta forma de deuda bancaria pueden obtener los bancos otras fórmulas sustitutivas de los depósitos en las carteras de los agentes privados. La frontera de lo que es o no es dinero puede

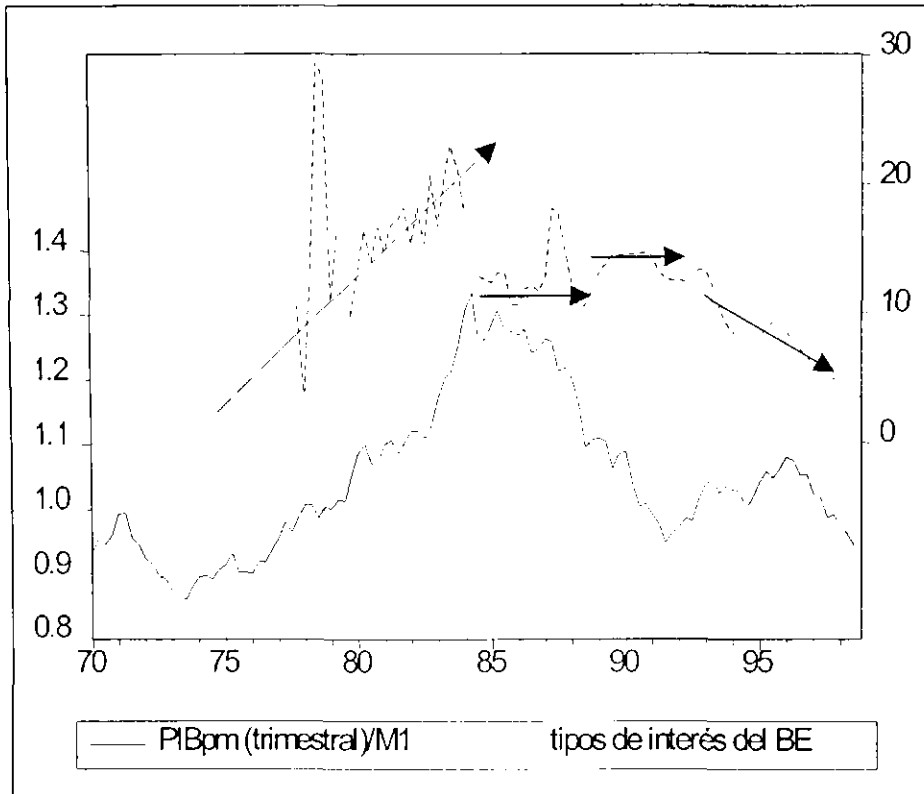
expandirse hasta incluir nuevas formas de deuda del sistema bancario, de otros intermediarios financieros o del mismo Estado, pero no debe pasarse por alto la jerarquía que existe entre las distintas formas que se incluyan.

6.3.1 La velocidad de circulación del dinero desde 1970 a 1998

Para el periodo del que hay disponibles datos trimestrales del PIB de España, desde 1970 hasta hoy, sucede que el valor máximo de la velocidad de circulación del dinero es 1.33 por trimestre, localizándose dicho valor en el segundo trimestre de 1984, es decir, en un momento de tránsito de una fase de estancamiento económico a otra de fuerte expansión: un valle. La velocidad de circulación del dinero se ha medido como el cociente de PIB trimestral sobre la media trimestral de datos diarios de M1. En 1984, una unidad de dinero pasaba de mano en mano, a lo largo de un año, algo más de cinco veces.

La evolución de la velocidad de circulación del dinero bancario antes y después del máximo, en tanto que éste corresponde a un valle, es necesariamente anticíclica: crece en la depresión y disminuye con el auge económico. Así, en el momento en que se inicia la recesión del año 92, la velocidad del dinero alcanza un mínimo de 0.94. Dicha tendencia contraria al ciclo de la velocidad de circulación del dinero podemos verla en la gráfica 6.3.1-1.

Si consideramos que, hasta el año 90, los bancos deben cumplir con un coeficiente de caja próximo al 17%, y que el tipo de interés pagado por disponer de tales activos por la banca privada es elevado, no deja de causarnos cierta sorpresa la evolución anticíclica que detectamos en la velocidad de circulación del dinero bancario en España, véase gráfica 6.3.1 -1.



Gráfica 6.3.1-1: Velocidad de circulación del dinero y tipo de interés.
Fuente: boletín estadístico del Banco de España.

Una tendencia inesperada, por ejemplo, si tomamos como referente lo sucedido en la economía norteamericana a finales de los años 20. En el pico de agosto de 1929, punto de giro que abriría la gran depresión, la velocidad sobre el PIB trimestral americano alcanzó un máximo histórico: un valor próximo a 4; en noviembre de 1927, el valle inmediatamente anterior a este punto de giro, la velocidad de circulación era de 3.5. La evolución recogida en el gráfico 6.3-1 pone de manifiesto que, si el ejemplo americano se toma por norma, lo que sucede en España contradice al modelo económico de referencia en al menos tres puntos: (1) en su tendencia contraria al ciclo, (2) los niveles absolutos son más bajos, y (3) la velocidad de variación de la variable en el tiempo es mucho menor.

¿Podemos inferir de los datos observados que la economía Española desde el año 70 hasta hoy se caracteriza por la abundancia de liquidez?, y, lo que es más difícil de comprender, que dicha liquidez es más abundante durante el auge económico y la expansión financiera correspondiente, lo que indicaría que nuestra economía está más próxima al modelo de la EIP de la sección 2.3.6 que al de las economías mixtas del dinero endógeno de la sección 3.5.

En la gráfica 6.3.1-2 podemos observar cuál ha sido la evolución de la media trimestral de M1 a lo largo del año durante el periodo 1985-1998. Al comienzo de cada año el crecimiento porcentual de M1 toma como valor inicial el del último trimestre del año anterior. Las variaciones porcentuales de M1 para los demás trimestres del mismo se acumulan a este valor inicial, de este modo, en el último trimestre de cada año se refleja cual es la variación porcentual de M1 para todo el año.

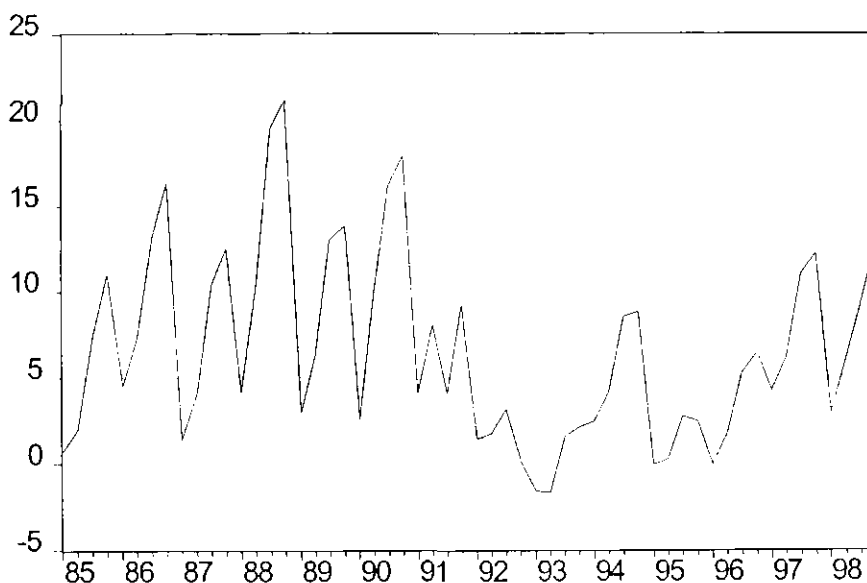


Gráfico 6.3.1-2: Variación porcentual de M1 trimestral a principios de año, acumulación de las variaciones a lo largo del año, y variación interanual al final de cada año. Fuente: Boletín estadístico del Banco de España.

Las variaciones porcentuales de las medias trimestrales de M1 que vemos en la gráfica 6.3.1-2 nos conducen a pensar que, en efecto, la tendencia anticíclica de la velocidad de circulación del dinero que se observa en España corresponde con un crecimiento de la liquidez disponible en el sistema durante los auges. Observamos que el crecimiento de M1 en la fase alcista de finales de los ochenta es más intensa que la correspondiente a los años 90. En particular, merece una atención especial el fuerte crecimiento de M1 en el año 88, cuando se produce un crecimiento interanual superior al 20%.

6.3.2 Crédito y dinero endógeno

En la sección anterior hemos descubierto un comportamiento inesperado de la evolución de la liquidez máxima de la economía, medida como M1, en las dos fases del ciclo económico, auge y depresión. Como hemos presentado en la gráfica 6.3.1-1, hay una relación entre la política monetaria del Banco de España, que reflejamos por el tipo de interés que establece en sus relaciones con el resto de bancos, y este comportamiento anticíclico de M1. Ampliaremos la comprensión de este fenómeno con la introducción en su explicación de la teoría endógena del dinero.

La causa principal de la creación endógena de dinero, que concebimos ahora como oferta de M1, es el crédito bancario que necesitan y que, por tanto, demandan las empresas inversoras. Conocemos de la sección 6.2 la evolución de la financiación externa de las empresas españolas entre 1985 y 1998. En las fases expansivas, las necesidades de financiación externa de las empresas aumenta considerablemente. Por el papel dominante que corresponde al crédito bancario entre las distintas formas de financiación externa de

la empresa, la expansión observada de esta última nos induce a pensar que ha debido existir, asociada a la misma, una expansión igualmente importante del crédito bancario a la empresa privada.

Sin embargo, recordemos que el modo en que dicha expansión del crédito se articula con las variaciones en el stock de dinero bancario en la economía admite bien una explicación horizontal, donde el Banco Central se acomoda a las demandas e intereses de la banca comercial, o bien otra distinta de carácter estructural, donde el Banco Central es independiente y se opone a la tendencia deseada por el sector privado de los agregados monetarios en el sistema. El predominio de los mecanismos estructurales, que no son otros que los cambios evolutivos que se producen en los mercados monetarios, provocaría que el aumento del crédito asociado al auge económico tuviese un efecto mínimo sobre el stock de dinero bancario registrado. La evolución de la liquidez en el sistema, que hemos calificada de inesperada, de la gráfica 6.3.1-1 podría, por consiguiente, relacionarse con el mayor o menor dominio de los factores estructurales en el proceso de creación de dinero durante el periodo observado.

Puede verse la evolución del crédito de la banca privada a las empresas en la gráfica 6.3.2-1. En efecto, se aprecia un fuerte incremento del crédito bancario a las empresas privadas a finales de los años ochenta. Hemos señalado en los recuadros el incremento excepcional del crédito a partir del año 88, y la potente caída del crédito cuando se inicia la recesión del año 92.

Una mirada conjunta a la evolución de los pasivos bancarios más líquidos para familias y empresas con la evolución del crédito bancario a las empresas a finales de los años ochenta, en particular, a partir del año 88, parece indicar que hubo un proceso de fuerte crecimiento del dinero bancario asociado al capital, y, por consiguiente, una creación de dinero endógeno, desde adentro, en la economía española de entonces. Podría parecer que hubo un

comportamiento acomodaticio del Banco de España a los deseos del sector privado a tenor de la expansión tan fuerte de la liquidez que hemos observado. Sin embargo, lo que entonces sucedió es un fracaso de la política monetarista del Banco de España basada exclusivamente en el uso de los tipos de interés. En el año 89, el Banco de España practica una política restrictiva de control directo sobre el crédito bancario. Una política no monetarista basada en el racionamiento directo del crédito de la banca al sector privado, familias y empresas, impuesta desde el Banco de España.

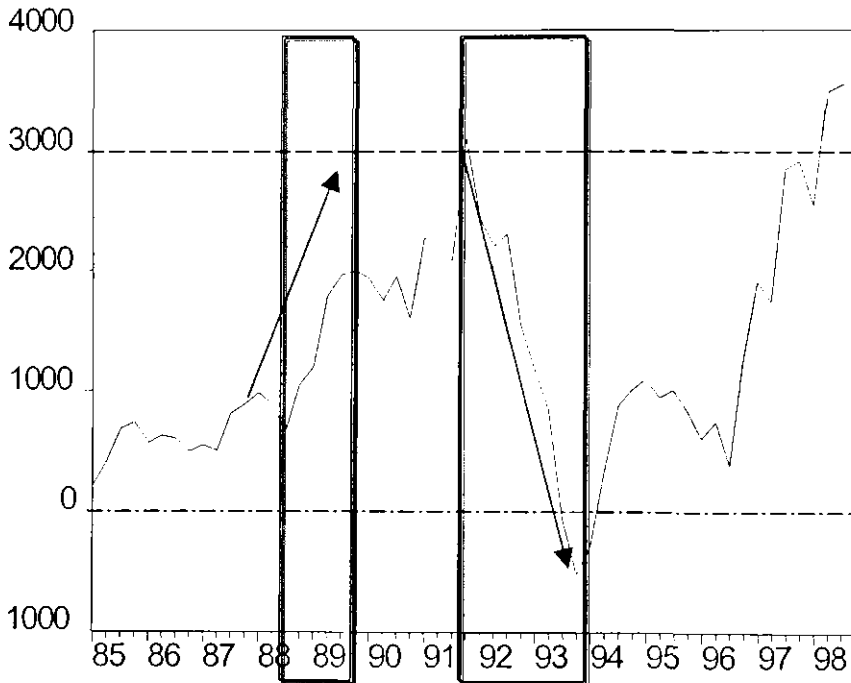


Gráfico 6.3.2-1: variación del crédito bancario a las empresas en relación al mismo cuatrimestre del año anterior. Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

6.3.3. Evolución de los mercados monetarios

Para comprender alguno de los resultados curiosos acerca del papel del dinero en el ciclo económico español, así como su relación con la inversión, conviene que se tenga en cuenta la evolución de los mercados monetarios en España, porque también es peculiar.

1974	imposición del coeficiente de caja a la banca privada nacen los préstamos de regulación monetaria del Banco de España
1976	creación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero
1981	surgen las operaciones dobles, cesiones y adquisiciones temporales de activos
1982	aparecen los pagarés de empresa
1983	cambia la definición estadística del dinero del Banco de España de M3 a ALP
1986	incorporación de España a la Unión Europea
1987	creación de los mercados de deuda pública anotada
1989	introducción de la peseta en el SME primera regulación de los mercados de futuros y opciones
1990	eliminación del coeficiente de caja a la banca privada limitación al recurso del Estado al Banco de España
1999	desaparición de la peseta y sus sustitución por el euro (1 de enero)

Tabla 6.3.3-1: eventos e innovaciones que afectan a los mercados monetarios españoles.

En Tabla 6.3.3-1 se recogen un calendario de las principales innovaciones y sucesos relacionados con los mercados monetarios en España. El establecimiento de una política monetaria del Estado sustentada sobre una cuantificación del dinero existente en la economía y su control posterior es muy reciente, empieza en 1974. Esto implica que los tipos de interés del Banco de España pueden provocar el cambio evolutivo de los mercados monetarios españoles con décadas de retraso respecto a los Estados Unidos. Esto va influir

en la naturaleza básicamente legislativa de la evolución de nuestros mercados de dinero, basada en la imitación de los países capitalistas más avanzados que nosotros.

En el caso español, pensemos, por ejemplo, en la creación del servicio telefónico del Mercado de Dinero, es la propia autoridad monetaria la que facilita a los agentes bancarios privados elementos institucionales similares, cuando no idénticos, a los que los agentes norteamericanos inventaron antes para eludir las políticas monetarias restrictivas de sus autoridades monetarias. El servicio telefónico fue una pieza fundamental para organizar los mercados interbancarios en España (Pellicer, 1992). Esto sucede dos años después de que el Banco de España introduce la política de control en la cantidad de dinero. Recordemos que cuando el mercado de fondos de los bancos en la Reserva Federal se introdujo en los Estados Unidos fue un cambio evolutivo de los mercados monetarios de este país. Si la Reserva Federal hubiese creado dicho mercado se hubiese contradicho con sus propios objetivos de control monetario.

La adecuación, no ya obligada sino tan acelerada dado nuestro atraso inicial, de los mercados e instituciones financieras españolas ante la integración en Europa, y por la cual la misma autoridad monetaria nacional desaparece, es otro caso que explica la confusión de los comportamientos del Banco de España, esto es, por qué sustituye con sus actos lo que en otros lugares y tiempo ha correspondido a la iniciativa de los agentes bancarios privados. Estas contradicciones son evidentes después del ingreso de España en la Comunidad Económica Europea. Creemos que la *crisis crediticia* de 1989 es un ejemplo de la falta de coherencia que parece haber gobernado las actuaciones de la autoridad monetaria en España. La contradicción de los comportamientos monetarios del Estado son mayores si incluimos, como creemos así debe ser, la política fiscal como parte integral de la política monetaria del Estado, y no como algo ajeno a lo que es la naturaleza del dinero de Estado.

Si observamos la fecha en que tales sucesos e innovaciones monetarias se producen, y lo relacionamos con el momento económico de entonces, vuelve a ponerse en evidencia que la gran mayoría de estos cambios no pueden ser *evolutivos*, sino más bien *legislativos*, es decir, impulsados desde el Estado y no desde el mercado. Algunos cambios tan importantes como el desarrollo del mercado interbancario o la aparición de los pagarés de empresa son anteriores a la expansión eufórica de mediados de los años ochenta. Por la dinámica autónoma de los mercados financieros, por ejemplo, no podríamos explicar ni la aparición de los coeficientes de caja en 1974, en un momento de recesión económica inminente, o su eliminación cuando el Banco de España provoca una crisis crediticia para terminar con la expansión de los ochenta.

Parece que las actuaciones del Estado en España en lo que respecta a su dinero, hablamos del Estado integral que comprende la creación (Banco de España) y destrucción (el lado del Estado que cobra impuestos) como cosa de una sola autoridad, es confusa. Por ejemplo, en el estancamiento económico aumentan los tipos de interés y se producen las innovaciones monetarias, y las expansiones que empiezan con una base de liquidez en el sistema reducida, parecen responder a cambios en los tipos de interés. Esto sucede en 1984, cuando el Banco de España cambia de un modo brusco los niveles de tipos de interés e introduce expectativas de disminuciones progresivas. Este uso del tipo de interés agota finalmente la capacidad misma del Banco de España de corregir la evolución de la economía, pensemos en la crisis crediticia de 1989, que manifiesta la quiebra de la política monetarista del Banco de España.

6.4 Deuda Pública

Una cuestión que se desprende del estudio de las características más generales de la expansión financiera acaecida a mediados y a finales de los ochenta en España es el papel desarrollado por el crédito bancario en el aumento observado de la liquidez última del sistema. Es razonable esperar que parte de los activos (pasivos de las empresas) de nueva creación sean dinero en manos del acreedor último. Sin embargo, un aumento en el sistema de la liquidez máxima en términos relativos, en comparación con la renta del periodo, o un crecimiento desbordado de la cantidad de dinero en valores absolutos, en pleno auge económico, no son los efectos que cabe esperar de una expansión financiera típica de una economía capitalista; tanto por el lado de la demanda, disminución de la preferencia por la liquidez de las carteras de los agentes, como por el de la oferta, políticas monetarias restrictivas que disminuyen o aumentan el coste de la provisión de dinero de Banco Central al sistema bancario que incentivan, como efecto, la creación de sustitutivos del dinero de Estado y de los depósitos a la vista, lo que se podría esperar es una reducción y no un aumento del peso de los activos de máxima liquidez del agregado que se defina como dinero. Tomemos como modelo de expansión financiera capitalista a la economía norteamericana cuando crece, y comparemos el caso español con ella. Un fuerte crecimiento de la liquidez máxima del sistema durante el auge económico es un rasgo extraño a la concepción de Minsky de las expansiones financieras. El efecto de la fragilidad o de la inestabilidad sistémica del capitalismo, según la *HFF*, es un aumento del riesgo de crisis financiera, pero no del de inflación, a medida que la expansión financiera avanza en el tiempo.

La investigación americana, en correspondencia con el carácter netamente capitalista de su economía, ha concebido el inicio de la

expansión financiera como un momento de liquidez abundante en la economía, y al proceso de expansión financiera, impulsado por la empresa, dentro de unos mercados monetarios en evolución. Pensamos que alguna de estas tres características contempladas en el modelo americano: situación inicial, liderazgo económico de la empresa y vigor innovador de los mercados monetarios, no ha estado presente en el modo de crecimiento español de los ochenta.

La consideración de estas tres dimensiones: momento, liderazgo e innovación, implica la incorporación al análisis de las diferencias institucionales entre España y los Estados Unidos. Diferencias que serán discutidas en torno al comportamiento de la deuda pública en el periodo de crecimiento económico, en especial, en la primera expansión de los ochenta.

6.4.1 Evolución del Déficit Público

El desequilibrio de los flujos monetarios del Estado, como sucede con cualquier otro agente, puede ser financiado mediante la creación de dinero, y, por tanto, puede aumentar el stock de dinero en la economía. De ahí que el aumento de la deuda del Estado podría ser el origen principal del incremento excesivo de liquidez que se ha detectado en el sistema, y no el aumento de la deuda privada. Esto nos conduce a plantear el problema de la liquidez en términos de dinero interno y externo, en la terminología de Gurley y Shaw: ¿ha existido en la expansión española de los ochenta un aumento apreciable del dinero externo?

Si contemplamos los tipos de interés del Banco de España, en la gráfica 6.3.1-1, como un indicador del crecimiento de los activos líquidos observado por el Banco de España, a través de sus oficinas estadísticas, vemos que el comienzo de la expansión de los ochenta coincide con un cambio en la percepción del Banco de España sobre

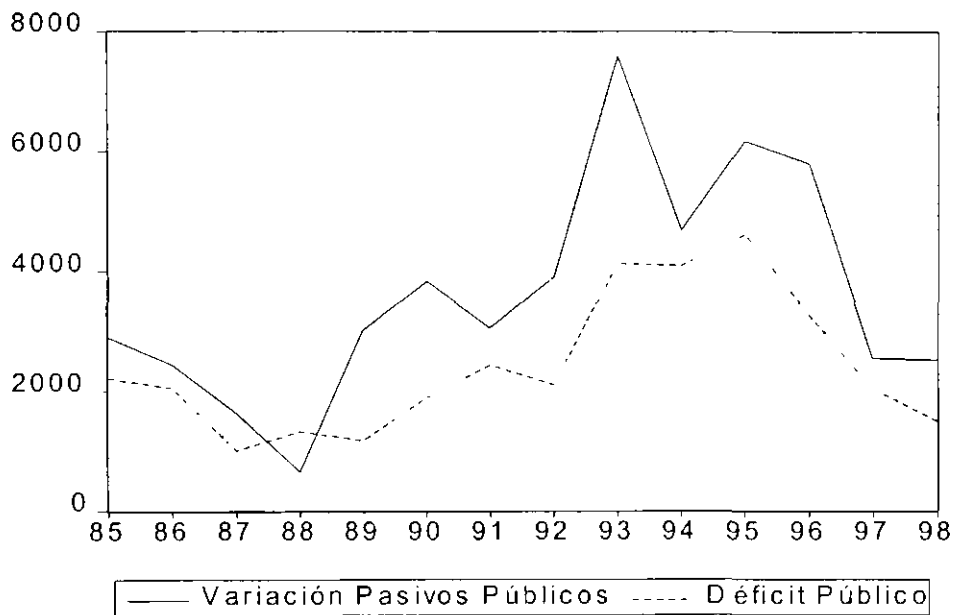
este aspecto de la realidad financiera. De febrero de 1984 a marzo de 1985 los tipos de interés caen del 18.9% al 12.3%. El cambio de percepción del Banco de España introduce la expectativa de nuevos recortes en los tipos. En febrero de 1986, la tendencia bajista se confirma con un mínimo de los tipos de interés, 10,05%.

La política del Banco de España consiste en el sostenimiento de un nivel de tipos más bajos que el periodo de estancamiento económico de los setenta, dentro de una tendencia de rebajas sucesivas de los tipos, pero interrumpidas con subidas fuertes de carácter esporádicas. Estas últimas como si fueran mensajes de advertencia al sistema monetario, llamamientos a un comportamiento más disciplinado y ajustados al control monetario.

El Banco de España, en tanto que institución híbrida, con funciones propias de agente de los bancos y de Estado, potencia con esta política el liderazgo de las empresas en el crecimiento económico que comienza. Una conducta que, en un principio, está respaldada por la evolución del déficit público: hasta el año 89 el déficit del Estado disminuye, desde el año 85 hasta el año 89 en aproximadamente un billón de pesetas. La emisión de activos públicos sigue igual tendencia a la baja hasta el año 88, con una emisión mínima de pasivos del estado de 646 m.m de ptas, cuantía inferior al déficit de ese mismo año. La evolución contractiva del déficit y de la variación de los pasivos financieros del Estado parecen indicar su deseo de que no se produjera un aumento del dinero externo durante la expansión que comenzaba entonces.

El hecho de que, en el año 87, las emisiones de pasivos de las empresas superan a las del Estado, por primera vez desde comienzos de los 80: se pasa de 3.4 billones frente 1.6 billones del año anterior a 1.6 billones frente a 2.4 billones en ese año, confirma que las empresas lideran el crecimiento de la economía en la segunda mitad de los años ochenta. Hasta el año 89, la expansión económica viene liderada por el sector privado que se expande y un sector público que

se contrae. No parece, pues, que el déficit público sea la razón principal del cambio observado en la liquidez máxima del sistema que condujo al final de la política monetaria expansiva del Banco de España. A partir del cambio de política monetaria del Banco de España en 1989, se produce un cambio radical de la situación relativa del Estado y empresas en relación con sus estructuras financieras.



Gráfica 6.4.1 -1: Déficit y variación de la deuda pública. Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española.

6.4.2 Estado y Banca

Hasta 1990 el Estado tiene acceso al crédito del Banco de España, si bien estos créditos parecen tener un carácter determinado: el Banco de España asume su función de intermediación en la creación de las deudas monetarias del Estado, bajo la condición de que dichas deudas sean canceladas en un intervalo de tiempo corto. El Banco de España

garantiza la creación de dinero del Estado, en el estricto sentido del término, con créditos puntuales que pueden alcanzar el billón de pesetas a mediados de los ochenta, pero no desea que la deuda pública forme parte de sus activos de un modo permanente. No contribuye, por consiguiente, a que la Deuda Pública adopte la forma de dinero del Banco Central. Es decir, el Estado accede al dinero flujo, pero no al dinero stock del Banco de España.

La Banca Privada, sin embargo, adquiere cantidades importantes de valores públicos, bien valores a corto plazo o bien obligaciones, de un modo regular, ajustándose a la evolución del déficit público y a la variación neta de pasivos del Estado hasta el año 90, excepto en el año 1988. Así como el Banco de España pretende que el saldo medio de deuda pública en su cartera sea cero a final del año, la Banca Privada sigue una conducta diferente, aumenta la deuda pública en su cartera siguiendo un ritmo semejante al déficit del Estado. Una conducta que explicaría una posible monetización de la Deuda Pública en una segunda instancia, la banca privada, pero no en la primera instancia representada por el Banco de España.

El Banco de España concede crédito al Estado bajo el supuesto de equilibrio presupuestario. Es decir, que las deudas monetarias creadas por intermediación del Banco de España serán canceladas, como corresponde al dinero flujo, dentro del mismo periodo de su emisión, podemos sobreentender dentro del periodo fiscal en curso. Luego, corresponde a la Banca Privada gestionar la conversión de las deudas monetarias del Estado no cerradas con los impuestos del periodo en deuda pública.

Para analizar el efecto de los créditos del Banco de España sobre la liquidez última del sistema, debemos saber las fuentes que ha usado el Estado para cancelar las deudas monetarias registradas en el Banco de España. Consideramos dos: los impuestos y la compra de deuda pública por parte de la Banca.

Hasta el año 90, podemos concebir los créditos del Banco de España al Estado en relación directa con el gasto público y no con la deuda pública. En tanto se produce este gasto, aumenta temporalmente la cantidad de dinero del Banco de España en la economía. Parte del mismo puede transformarse en reservas excedentes en poder de la Banca Privada. La destrucción final de ese dinero puede realizarse bien después del cobro de impuestos, o bien mediante la colocación de deuda pública en los mercados, principalmente en la banca privada.

Mientras los impuestos destruyen completamente el dinero del Banco de España en circulación, la deuda pública implica el fracaso de los impuestos en cerrar el círculo de dinero para el Estado. La primera manifestación de este fracaso debe ser un aumento de las reservas de la Banca privada. Si este proceso no se corrige, el déficit público tendría un efecto expansivo sobre el resto de la economía.

La colocación de la deuda pública en la banca privada intenta, por tanto, drenar este exceso de reservas de la Banca Privada. El efecto final será que, por un lado, si las reservas disminuyen en cuantía exactamente igual a la deuda comprada, entonces el crédito del Banco de España al Estado desaparece. Esto significa que si esas reservas son necesarias para sostener los depósitos de la banca, la Banca privada deberá solicitar reservas del Banco de España. El Banco de España de este modo sustituye el crédito al Estado por crédito a la Banca Privada.

La colocación de la deuda pública en el activo de la Banca Privada impide la expansión inicial del crédito bancario al sector empresas. Pero esto es una situación extrema.

La evolución del activo de la banca con crecimiento de la deuda pública y expansión del crédito, nos llevan a pensar que la política de contención del crédito al sector privado no se produjo. Una elevación de los tipos de interés de la deuda pública era una medida que incentivaba la adquisición de la deuda pública por los bancos, pero la

introducción de expectativas de tipos de interés crecientes dificultaba la colocación de la deuda pública en el sector privado.

Una situación que parece haber sucedido en 1988, la banca privada debía actuar como prestamista de último recurso del Estado. Es, probablemente, esta actuación la que explica el fuerte crecimiento de la oferta monetaria en 1988. Entre el año 85 y el 89 el Estado accedía al crédito del Banco de España con libertad durante el año, pero cerrando las posiciones deudoras con el BE a finales de año. La Variación Neta de Pasivos con el Banco de España del Estado en esta época es prácticamente nula. Esto obligaba al Estado a buscar a un prestamistas de último recurso para el Estado. Parece que la Banca Privada realizaba ese papel.. Sólo a partir del año 90, el Banco de España concede una cuantía de crédito fija al Estado, permaneciendo esta invariable durante el año, y está obligada a decrecer de modo continuo año a año.

En el activo de la banca privada no se advierte tendencia alguna a una disminución de la presencia de activos públicos. Se mantiene una tendencia a absorber los activos de un modo similar a como el Estado expande sus pasivos, un crecimiento cada vez menor. Hay una excepción en el año 88. La banca privada actúa como verdadero prestamista de último recurso cuando compra activos públicos del resto de sectores de la economía.

6.4.3 Estructura financiera del Estado

Dado que el Estado es un sector de la economía, como es el sector empresas, y también un agente económico, su información financiera es útil para definir y conocer el tipo financiero: cubierto, especulativo o ponzi, que le pertenece durante el ciclo económico español que estudiamos. Recordemos que dichos tipos financieros caracterizan la estructura financiera de la población y, por

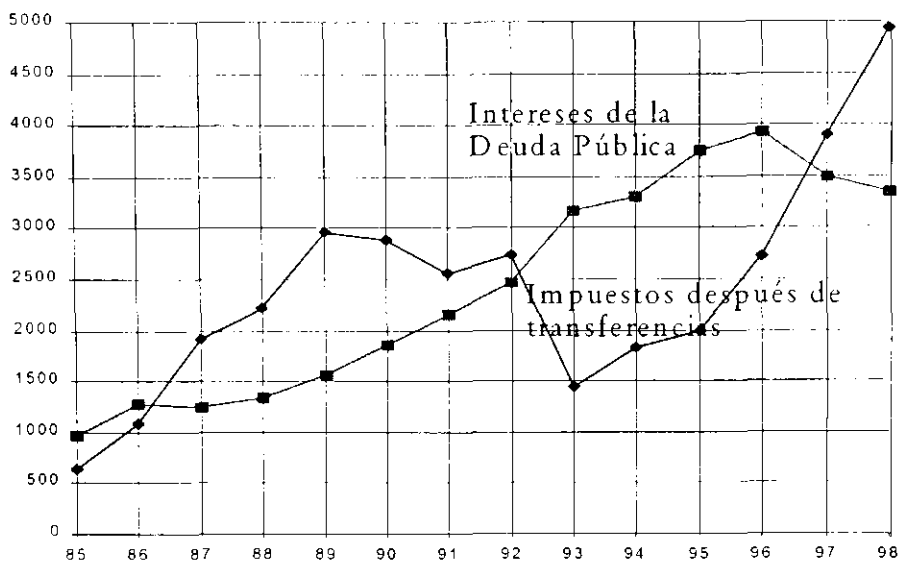
consiguiente, de la economía, y es el modo idóneo para describir la dinámica de la población según la hipótesis de la fragilidad financiera.

Subrayamos dos aspectos de la estructura financiera del Estado. Por un lado, que el tipo financiero del Estado fue afectado por las subidas de tipos de interés propuestas por el Banco de España. Si observamos la gráfica 6.4.3-1, en el año 89 se quiebra la relación entre impuestos e intereses de la deuda. En tanto que el mismo Banco de España puede estar moviendo al Estado desde una posición *cubierta h* a una posición *ponzi p*, dicha medida manifiesta una contradicción en la conducta monetaria del Estado observada en su integridad, a la que nos hemos referido anteriormente. El segundo aspecto que queremos resaltar es la salida de la crisis del año 92. Se produce un empeoramiento considerable de la posición financiera del Estado con el final de la expansión de finales de los años ochenta. Dado que existe una relación entre los déficits y superávits de los diferentes sectores de la Economía, parece razonable pensar que en ese momento se usó uso el déficit público, discrecional o automáticamente, como mecanismo de estabilización del sistema económico: aumentando los beneficios del sector empresas y consiguiendo una recuperación de su posición financiera.

La estructura financiera del Estado de la gráfica 6.4.3-1 establece una relación entre el flujo de entrada de dinero normal del Estado análogo al beneficio empresarial, una porción del bruto de impuestos ingresado por el Estado, con las salidas de dinero de balance (sólo podemos disponemos de datos, como ya sucediera par la empresa de los intereses).

Durante el crecimiento eufórico de los ochenta, el Estado se esforzó por corregir sus desequilibrios presupuestarios. En ausencia de información respecto a los importes de la devolución del principal de la deuda, los datos disponibles e informaciones del Banco de

España del periodo, nos conducen a pensar que el Estado, por entonces, se comportaba como un agente especulativo.



Gráfica 6.4.3-1: Estructura financiera del Estado. Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras de la Economía Española.

Esta situación estructural del Estado es comprensible, en tanto que, aunque disgregado es un conjunto de administraciones autonómicas y locales, la información que recogen las cuentas financieras de la economía española nos hablan de un agente consolidado, mientras que el sector empresas no deja de ser un agregado sin identidad, y, por consiguiente, cualquier situación del colectivo sólo puede ayudarnos con nuestras conjeturas acerca de la situación de la media de ese colectivo, en particular, que mientras algunos agentes pueden tener beneficios que usar en la financiación externa de otros miembros del sector, otros pueden ser unidades especulativas o ponzi. El deterioro de la estructura financiera en estos años atañe a las empresas y no al Estado. Este muestra una capacidad mayor de soportar las subidas de tipos de interés que la empresa. La crisis del 92, por consiguiente, cabe interpretarla más

como una crisis de nuestras empresas que una crisis del Estado. La consecuencia inevitable de esta corrección en las estructuras financieras de los sectores que conducen el crecimiento de este periodo económico es un claro empeoramiento de la estructura financiera del Estado para conseguir una mejora en la estructura financiera de las empresas. La caída brusca de las entradas de dinero normal para el Estado mientras que el pago de intereses aumenta progresivamente, caracterizan al Estado después de la crisis del 92, como un agente ponzi. Esta situación sólo se corrige a partir del año 97. La integración de la peseta en el euro es una de las razones que conducen a una progresiva reducción del déficit y la deuda pública en nuestra economía.

CONCLUSIONES

Hemos ordenado las conclusiones de la tesis alrededor de sus diversos núcleos temáticos, los cuales se han ido desarrollando, en general, a lo largo de los distintos capítulos de ésta. Para cada uno de esos núcleos de la tesis, que podrían concebirse como los capítulos orgánicos del pensamiento que resulta de la lectura, en este caso, de su autor, hemos extraído las siguientes conclusiones.

7.1 El concepto de fragilidad financiera, en secciones 2.1 y 2.2

La *fragilidad financiera* puede referirse a un *estado* de una parcela de la realidad económica, que hemos denominado *estructura financiera global*, a una *hipótesis* de la naturaleza y génesis de dicho estado y, por último, a la *teoría* que explica la hipótesis anterior con carácter universal, es decir, por qué la estabilidad conduce a la inestabilidad. También puede referirse a los tres aspectos mencionados al unísono.

De un modo sintético, podemos definir la fragilidad financiera como un *estado final* de la *estructura financiera*, que se da en una fase

tardía de la *expansión financiera* liderada por la inversión de las empresas, y que cuando la economía lo alcanza es muy probable que sufra una *crisis financiera*. La realidad que soporta la fragilidad financiera es histórica, de ahí que *la raíz de la fragilidad financiera es institucional*.

7.2 El dinero se expresa de diversas formas, secciones 2.3, 2.4, 3.2 y 3.3

El dinero es *crédito* entre dos agentes económicos y una representación del comportamiento recíproco al que están obligados todo par de sujetos que se relacionan en el mercado. Esa relación se puede establecer entre iguales o no.

El dinero natural de las familias y empresas *es el dinero privado*. Se pueden introducir otras formas de dinero en el nivel inferior de circulación monetaria, pero las funciones que realizará no son distintas a las del dinero privado. El dinero privado, en lo que respecta a las familias y empresas, es el dinero esencial.

La relación dinero privado que une a dos sujetos *a* y *b* iguales puede representarse por una relación binaria del tipo *aob*. El proceso del dinero privado, figura 2.3.1-1, implica la existencia de una relación asimétrica de cualquier flujo de dinero con otro, si $aob \rightarrow boa$, así como la creación y destrucción para cada uno de esos flujos $aob \rightarrow -aob$ & $boa \rightarrow -boa$. Esto es, cada flujo monetario emitido desde un agente tiene su eco. El dinero, como es un proceso, lleva tiempo: *el dinero es tiempo*.

La forma de *dinero privado*, tal y como se ha definido al comienzo del capítulo 2, es la forma primigenia, y más general, de dinero, tanto porque reconoce como deudor en la forma del dinero a

cualquier agente privado, como porque su relación con el capital es directa. Las otras formas de dinero, la bancaria y la de Estado, resultan de resumir la figura del deudor en el dinero privado, en tanto que es usado por familias y empresas, bien en un único agente, o bien en un conjunto muy reducido, siempre de naturaleza distinta al agente económico natural, las familias y las empresas, que lo emplea. Los bancos y el Estado son los agentes que suplantán a familias y empresas como figura deudora en el dinero que, sin embargo, éstos últimos emplean, entre ellos, en los mercados.

La concentración de los deudores monetarios, bien en un grupo pequeño de bancos, bien en un Estado, otorga a bancos y Estado un control sobre la creación y destrucción del dinero, y, por consiguiente, sobre el stock de dinero disponible en la economía. La eliminación de familias y empresas del primer miembro de la forma del dinero, entendida como relación binaria, da al dinero la apariencia de cosa: esconde la relación crediticia del dinero entre agentes, tanto entre los iguales como entre los desiguales. La presentación del dinero como cosa conduce a pensar en su cuantificación y, posteriormente, en el control de su stock. Estos tres últimos aspectos del dinero, que es cosa, medible y susceptible de control, están, y debemos ponerlos, en relación con los procesos de su creación y destrucción.

En la economía mixta, el dinero del Banco Central sustituye, en la esfera privada de familias y empresas, al dinero de Estado. Sin embargo, la existencia de bancos privados que ofrecen dinero bancario bajo la forma de depósitos a la vista, que se caracteriza porque admite el cierre inmediato de su circulación mediante la entrega de dinero del Banco Central, sustituye finalmente al dinero de Estado como dinero de uso entre familias y empresas. Esto sucede cuando los agentes usan el depósito a la vista como dinero bancario privado. La supeditación del dinero bancario, al menos en la esfera privada de circulación, al dinero del Estado o del Banco Central, al

mismo tiempo que asume la forma genuina de dinero bancario privado es lo que hemos denominado como forma híbrida de dinero, esto es, que es una forma privada y de Estado al mismo tiempo.

Los contenidos sociales del dinero introducen en lo económico de un modo inevitable la ética o el debe ser. En la figura del dinero se concentran un conjunto de principios necesarios para la convivencia en sociedad tales como la confianza, el compromiso y la credibilidad entre familias y empresas, las jerarquías y la desigualdad entre los sujetos económicos, la colectividad y el individuo, etc. Creemos que la dimensión no cuantitativa del dinero es un lugar idóneo para lograr una determinada síntesis entre la economía y la moral necesaria para la convivencia social.

La Economía no debe entenderse, por tanto, como una Ciencia Natural, que puede estudiarse al margen de las valoraciones sociales y éticas, como, a veces, sucede cuando se concibe como realidad sin dinero. La Economía no es y no debe ser, como diría Mirowski, la Física aplicada a la Sociedad sin más, porque alguien se percató de que la Economía de la Naturaleza esté bien representada por la Física. En la Naturaleza no hay dinero, y ahí está la diferencia.

7.3 *Expansión financiera en las economías sin Estado: sección 2.3.6 y 2.4.7*

En una economía privada, igualitaria perfecta, hemos reunido tres elementos financieros básicos: (1) *dinero privado*, (2) *déficits y superávits de caja*, y (3) *deuda*. Posteriormente, estos elementos independientes se han integrado en la figura del *balance*. Una vez se han unificado los elementos financieros básicos en el balance, se analiza su *evolución en el tiempo*, tanto la de un balance típico como del conjunto de balances que hay en la economía. La dinámica

financiera que resulta para esta economía la hemos llamado *expansión financiera*.

La única forma de financiación externa de la EIP es el dinero, se sobreentiende *dinero-stock*. La evolución de los volúmenes de deuda en dicha economía coincide con la evolución de su stock de dinero. Por consiguiente, sólo existe una dimensión para la completa descripción de la expansión financiera de esta clase de economía, se trata del caso más sencillo que podamos imaginar de expansión financiera. La dimensión financiera del capital, que se refiere a la tríada dinero-capital-deuda, es nítida en la EIP: el capital se puede adquirir mediante financiación externa a través de la emisión de dinero, que pasa a ser dinero-stock.

En esta economía, el crecimiento de la deuda, que será la que provoque el crecimiento continuo de los pagos de balance de las empresas endeudadas, coincide con el crecimiento del dinero-stock. Especificar matemáticamente este sistema supondría determinar la forma exacta de la ecuación diferencial, que en el mejor de los casos podría ser del tipo $\frac{\partial D}{\partial t} = \Phi(D_t)$, y su solución correspondiente para la EIP. El sistema deberá ser no lineal.

A falta de un conocimiento exacto del sistema dinámico no lineal que podría reflejar la expansión financiera de la EIP, y existirá uno diferente para cada posible cambio en las instituciones monetarias de partida, hemos seguido diversos razonamientos que podrían justificar que la deuda puede crecer en la EIP durante la expansión y que alcanzado cierto nivel podemos decir que dicha economía se encuentra en un estado de fragilidad financiera, esto es, que es posible que suceda una crisis financiera, en este caso, una crisis monetaria, al desvelarse que el cumplimiento de los pagos de balance de las empresas endeudadas no es ya viable. En conclusión, es posible imaginar un proceso de fragilidad financiera para la EIP.

La expansión de la cantidad de dinero aumenta tanto los compromisos de pago de las empresas (PDP_B) que financian la inversión mediante la emisión de dinero (ΔL) como la posibilidad de que en el futuro las empresas financien sus inversiones mediante la destrucción de dicho stock ($|\Delta_I M|$). Esto último es una condición necesaria para que se puedan satisfacer dichos pagos, recordemos que $PDP_B(t) = |\Delta_I M(t)|$.

En una visión global de la economía, mientras unos agentes aumentan la fragilidad de sus balances, los deudores, otros aumentan la cantidad de dinero en el activo de sus balances. Parece, pues, que no hay, por tanto, una tendencia de la economía en su conjunto a aumentar su fragilidad financiera. Hay un crecimiento acompasado tanto de la deuda en el sistema como de las posibilidades que existen en el sistema para satisfacerla de modo inmediato por fuentes distintas a los beneficios corrientes. Aumenta la deuda, pero también aumenta la liquidez última del sistema, si por esta representamos el dinero.

Sin embargo, esto no es del todo cierto, porque los agentes deudores no tienen por qué ser los mismos que los agentes que acumulan saldos monetarios en su cartera. En caso de que exista una asimetría a este respecto entre deudores y acreedores en esta economía, la estabilidad de la expansión financiera va a depender de los mecanismos de coordinación entre el gasto de inversión por destrucción del stock de dinero y los pagos contractuales de la deuda que se deban satisfacer en cada periodo. En principio, no cabe presuponer la existencia de ningún tipo de mecanismo entre la distribución intertemporal de las inversiones de deudores y acreedores. Por consiguiente, pueden producirse situaciones de inestabilidad.

Por ejemplo, si las empresas que acumulan dinero en el transcurso de la expansión aumentasen su preferencia por la liquidez de modo repentino, y decidiesen no invertir, conducirían a la

economía en su conjunto a una crisis financiera, entendida, en el contexto de una EIP, como el incumplimiento de la deuda reconocida inicialmente en el dinero privado, y después en la forma de deuda que le sucedió.

Tengamos en cuenta que una situación normal, en dicha economía, es que en las fases iniciales de la expansión ciertas empresas puedan satisfacer sus pagos de balance con cargo a sus beneficios, pero que tengan que emitir dinero para financiar parte o toda su inversión. Si este comportamiento se generaliza en las empresas inversoras, puede suceder que los deudores, al mismo tiempo que aumenta la cantidad total de dinero, puedan estar cumpliendo los pagos de balance de la deuda heredada del pasado. Es decir, que la destrucción de dinero no asegura que se produzca en un volumen suficiente como para que la economía no aumente el volumen total de deuda en el sistema, en este caso, de dinero stock.

En la economía de dinero bancario, se amplía el conjunto de activos financieros en los que materializar los superávits total de caja. Al lado del dinero, se considera la financiación directa de las empresas. Igual que la financiación directa comprende cualquier activo que implique una relación directa entre deudor y acreedor última, el dinero puede ampliarse hasta comprender cualquier activo en el que haya intermediación; esto es, que entre el deudor y el acreedor último se introduzca un agente, que será, en el caso del dinero, un banco.

La expansión financiera podría materializarse, en este caso, bien en un aumento de dinero, bien en un aumento de financiación directa o bien en un aumento de una combinación de ambos activos financieros. Los bancos, en su conjunto, disponen del poder de determinar el volumen de dinero que queda como stock en la economía. Si quisieran que este conservase un determinado volumen durante la expansión de la inversión, entonces igualarían el valor de

los créditos concedidos a las amortizaciones de la deuda pendiente en el periodo.

Como la banca está constituida por un conjunto de bancos comerciales, nos encontraremos con que los posibles desequilibrios monetarios que pudiesen provocarse entre ellos si alguno aumentase la cantidad de dinero de forma particular, mientras que el resto no le sigue, pudiesen ser un freno para la propia expansión de la cantidad de dinero en el sistema. En todo caso, para una expansión de dinero en el sistema, es necesario que todos los bancos tengan un movimiento bien acompasado.

Para conseguir que la financiación directa sea el medio suficiente para canalizar los beneficios no invertidos del periodo hacia las empresas inversoras, es necesario que parte de los beneficios del periodo no se retengan por las empresas en forma de dinero (supuesto que el ahorro de las familias sea cero). Si esto sucediese, algunas empresas inversoras deberán disminuir sus saldos de dinero o deberán sustituir dinero por activos de financiación directa en las carteras de las otras empresas.

Con la introducción de bancos y de financiación directa para el capital, la expansión financiera debe describirse en términos de cómo mínimo dos activos: uno de ellos el dinero, y el otro alguna forma de financiación directa. El sistema aumenta al menos una dimensión respecto al más sencillo de partida, el de la EIP.

En este caso, podemos pensar procesos de expansión financiera que conduzcan a la economía a un estado de fragilidad financiera más cercano a lo que pudiera suceder en las economías reales. En primer lugar, porque es posible aumentar la deuda existente en el sistema, mientras que el dinero, que siempre puede ser una fuente de dinero alternativa ante posibles caídas de los beneficios, puede mantenerse constante durante la expansión. La liquidez última del sistema no aumenta en la expansión.

Si aceptamos el requisito de los modelos clásicos del ciclo económico que establece que la financiación directa de la inversión con cargo al superávit del periodo o en el caso clásico del *ahorro ex-post* es muy limitada, podemos introducir el supuesto simplificador en nuestras ecuaciones de financiación externa de que la variable Δ_1FD limita el crecimiento económico, y podemos centrar el análisis de la expansión financiera en el otro activo, es decir, en el dinero. Con la simplificación conseguimos que una vez más el activo que centra nuestra atención durante la fase alcista de la economía sea el dinero. Antes sólo existía el dinero, de ahí que fuese fácil centrar el análisis en dicha forma de deuda. Ahora hay dos activos, pero creemos que uno de ellos es más importante que el otro.

La posibilidad de generar un crecimiento de la renta de la economía sostenida sobre un aumento del capital, compatible al mismo tiempo con un aumento de los otros gastos, entre ellos el consumo, por tanto, no deflacionista, viene gobernado por la ecuación $(\Delta_1L - PDP_1) + (|\Delta_1M| - \Delta_1M) = 0$. Donde el primer sumando indica el poder de financiación de un aumento del stock de dinero, y el segundo el del aumento de la velocidad de circulación del dinero. La velocidad del dinero aumenta por dos motivos: bien porque se emplea el stock de dinero para financiar la inversión directamente o bien porque indirectamente se consigue ese dinero introduciendo otro tipo de deuda en las carteras de los agentes que acumularon dinero en el pasado.

En nuestro planteamiento teórico ambas formas de financiación externa de la inversión son alternativas, pero es fácil imaginar que en caso de que ambos sumandos fuesen positivos, esto es, $(\Delta_1L - PDP_1) > 0$ & $|\Delta_1M| - \Delta_1M > 0$, las posibilidades de financiación externa que se ofrecen a la inversión son mayores que si sólo uno de ellos fuese positivo, si el valor del que no es cero no se modifica. No sólo hay un efecto expansivo del dinero sobre la inversión corriente cuando ambos son positivos, sino que si el aumento del dinero es

considerable en ese periodo, mientras que el aumento de la velocidad de circulación no agota las posibilidades de crecimiento futura de la misma, ambas formas de financiación están posibilitando que en el futuro las fuentes de financiación para la inversión sean crecientes. Esto es, que incluso la financiación directa de la inversión pueda crecer en el futuro. En este sentido, el dinero tiene un efecto claramente positivo sobre la financiación externa de la inversión.

Como sabemos, la diferencia que existe entre la economía bancaria privada y la EIP es que ahora es posible contener el crecimiento de la deuda en forma de dinero y potenciar el crecimiento de la deuda en la forma alternativa de financiación directa. Si el camino que se sigue es un recorte del crédito bancario a la inversión corriente, $\Delta_1 L < 0$, podemos comprobar que la devolución del principal de la deuda va a exigir, como en la EIP, la destrucción del stock de dinero, pero ahora también la sustitución de dinero en las carteras de los agentes por deuda en la forma de financiación directa.

Igual que en la EIP puede suceder que el sistema monetario quiebre si los agentes que tienen dinero acumulado no invierten e incluso puedan aumentar sus stocks de dinero a partir de los beneficios del periodo. Ahora existe la posibilidad de obtener ese dinero mediante la emisión de financiación directa. Pero está sólo será deseada por los acreedores mientras las empresas puedan darle parte de los beneficios del periodo con una seguridad suficiente. Sin embargo, los beneficios es una variable cuyo comportamiento es incierto. Si el volumen de deuda creciera hasta un cierto nivel, debido a la baja incertidumbre que existe en la economía en las fases iniciales de la expansión, de tal manera que el margen entre beneficios de las empresas endeudadas y los pagos de balance de su deuda se estrechasen, cualquier fallo en el pago de una empresa de sus compromisos con los acreedores, podría conducirles a una venta

masiva de sus activos financieros. Si eso sucede, se ha producido una *crisis financiera* en la economía de dinero bancario privado.

7.4 *Expansión financiera en la Economía de Estado: sección 3.2.2, 3.2.3 y 3.2.4*

Con la aparición del *dinero de Estado*, el stock de dinero no está ya relacionado con el capital. Ni totalmente, como en la EIP, ni parcialmente, como en la economía de dinero bancario privado. Ahora, el dinero dependerá exclusivamente de la política fiscal del Estado, que, en este contexto, será toda su política monetaria. En esta nueva situación, un aumento del dinero no va suponer ningún aumento de los pagos contractuales de la deuda, como sucedía en el caso del crédito bancario a la inversión. El dinero de Estado es completamente externo a la economía.

El déficit público, como sucedía con el crédito bancario, es una fuente directa de dinero para aquellos agentes con superávit que no quieren adquirir activos de financiación directa. En este sentido, el déficit público es una alternativa a los movimientos del stock de dinero entre las carteras de los agentes, representada por la variable $|\Delta_t M(t)|$. Si el déficit público mantiene una proporción correcta con la inversión del periodo, entonces puede suceder que toda la inversión del periodo puede generar un volumen de financiación directa exactamente igual a la financiación externa que es necesaria para producir ese nivel de inversión. Esto es, toda la financiación externa de la inversión es financiación directa.

Si en algún punto del proceso de expansión financiera, el Estado mantiene constante el déficit público o lo reduce, la continuidad en el aumento del capital de la economía recae en mayor medida en el volumen de beneficios que sea capaz de generar. La inversión que

crece aumenta el volumen de activos financieros existentes en la economía, con ellos, crecerán tanto los pagos contractuales que les correspondan, como el valor de liquidación de los activos existentes.

En esta economía, aunque existen dos tipos de activos financieros, sólo uno está directamente implicado en la expansión financiera liderada por el capital. La cantidad de dinero, en teoría, no tiene por qué responder a incrementos en el capital durante la expansión económica. Como vemos, el modelo representativo de la dinámica financiera en esta economía podría ser, como en la EIP, el formado por una sola variable para la deuda D_t . Entonces era el dinero y ahora son los activos de financiación directa. No obstante, podemos comprobar que el dinero, si bien puede permanecer constante durante toda la expansión del capital, no es neutral. La *contención e incluso reducción del déficit público durante la expansión*, algo que no podía suceder en la EIP, puede tener efectos en las posibilidades de expansión de la economía de Estado.

Una razón como ya vimos para la economía de dinero bancario privado es la limitación que supone que toda la financiación externa del capital sean activos de financiación directa, esto es, $FE^s(t) = \Delta_t FD$. En caso de que el déficit público fuese nulo y se hubiesen acumulado saldos monetarios en el pasado, parte de la financiación directa del capital se produciría mediante la transformación de las carteras de los agentes, haciéndolas más frágiles, o bien si las empresas que invierten disminuyesen sus saldos líquidos, por consiguiente, que también aumentasen su fragilidad. La disminución de la liquidez en las carteras de las agentes vendría dada por la igualdad $\Delta_B M = |\Delta_I M|$.

Como el stock de dinero no crece, el premio que haya que ofrecer a los agentes por economizar los saldos monetarios, implica aumentar el peso de los pagos contractuales por financiación externa en relación a los beneficios presentes y futuros. Si la continuidad del proceso expansivo se pusiera en duda en algún punto de esta

dinámica, y la inversión se redujera, aunque fuese ligeramente, algunos agentes intentarían convertir en dinero sus activos financieros. Si los agentes con dinero no quisieran responder a esta tentativa invirtiendo y generando beneficios, se podría producir el colapso de los valores monetarios de dichos activos, es decir, una crisis financiera. En este sentido, sólo un aumento brusco del déficit público podría abortar esa posibilidad.

7.5 Dinero endógeno: sección 3.3 y 3.5

En una economía mixta EMX, el comportamiento bancario permite que exista un aumento del crédito bancario a las empresas para que compren capital, sin que ello conlleve un aumento del stock de dinero en la economía, entendiendo en este contexto dinero como dinero para el Estado. Esto sucede gracias a la innovación en las deudas de la economía que hemos denominado cambios evolutivos en los mercados monetarios.

Si definimos ΔT_c como el tiempo que tardaría una deuda privada en liquidarse en forma de dinero de Estado, el depósito a la vista es la forma más veloz en este sentido, porque $\Delta T_c = 0$, y por ello se puede definir como dinero para el Estado. Pero tan pronto como los bancos, y entendemos por banco cualquier intermediario, sean capaces de crear deudas con ΔT_c tan próximo a cero como se quiera, por ejemplo, si 24 horas se considere un intervalo de tiempo próximo a cero, los agentes serán capaces, por un lado, de procurarse con gran celeridad dinero de Estado sin que sea necesario pedir un crédito al Estado o al Banco Central, y, por otro lado, conseguirán crear nuevas figuras de deuda que puedan sustituir en las carteras de los agentes con riqueza al dinero de Estado.

Dado que en la EMX la forma del dinero es híbrida no es posible suponer estabilidad de las instituciones durante el auge económico. En particular, no es posible presumir estabilidad en los mercados monetarios de esa economía. Y, en consecuencia, tampoco podemos suponer que las formas de deuda que existían en la economía al inicio de la expansión financiera no sean modificadas, abandonadas o que se incorporen algunas nuevas.

No obstante, el dinero de Estado sigue siendo necesario para sostener el proceso de creación privada de dinero híbrido. Sobretudo, si el Estado decide contener el crecimiento del stock de su dinero o reducirlo. Para ello empleará su poder sobre los tipos de interés. Toda subida de tipos de interés tendrá como efecto el cambio evolutivo de los mercados monetarios. En nuestras ecuaciones sencillas de financiación externa para economías con instituciones estables, esto significa que la expansión financiera se va a sostener en un aumento del crédito bancario a las empresas para sostener el proceso de acumulación de capital y al mismo tiempo la transformación de las carteras de los agentes, eliminando en todo lo posible la existencia de dinero de Estado en las mismas. Es decir, $\Delta_1 L > 0 \rightarrow |\Delta_1 M| > 0$.

La expansión de los mercados monetarios tiene dos efectos principales: (a) aumenta el uso privado del dinero híbrido, pero para lo cual acostumbra a los agentes económicos acreedores a que la capacidad de los bancos en asegurarles un saldo acreedor sobre el Estado está asegurado, no sólo para los depósitos a la vista, sino sobre cualquier otra forma de deuda semejante, esto es, cuyo $\Delta T_c > 0$; (b) Que el dinero híbrido que existe en el sistema cada vez con mayor intensidad financia de un modo indirecto al capital y no al Estado. Esto quiere decir que el dinero que usan empresas y familias en la EMX una vez comienza la expansión financiera liderada por las empresas es casi idéntico al dinero privado en la EIP

La dinámica financiera que cabe esperar de la EMX es similar a la de una economía bancaria privada en tanto que podemos representarla en torno a dos activos financieros como el dinero y la financiación directa del capital. Con la excepción de que el incumplimiento futuro de los pagos contractuales de la deuda, que en principio, implica que los agentes privados que emitieron dinero en el pasado no son capaces de recuperarlo y en ese sentido quiebran, pueden ser ahora obligados a cerrar el círculo de su dinero en forma de dinero de Estado. Esto implica que la crisis monetaria y financiera de la economía se traducirá no en un falta de gasto por parte de los agentes privados, sino en la falta de gasto del Estado.

Dado que durante la expansión de la economía creció el uso privado del dinero híbrido, y con el los compromisos de pagos contractuales de la deuda en esa forma de dinero, mientras que el dinero de Estado se ha mantenido constante o disminuido, a lo que ha contribuido la política de tipos de interés del Banco Central y el cambio evolutivo de los mercados monetarios oportunos, resulta que la relación entre pagos contractuales de la deuda, los beneficios y el stock de liquidez última en el sistema se ha estrechado considerablemente. Esto es, la liquidez del sistema se ha estrechado a medida que ha sucedido que aumentaba el capital de las empresas. Esto implica que las empresas no sólo dependen de su supervivencia de los mercados de bienes donde se procuran sus beneficios, sino también del buen funcionamiento de los mercados monetarios.

Si una ligera disminución de los beneficios impide el pago contractual de la deuda a algunas empresas y sus deudores no estuviesen dispuestos a la refinanciación de la misma, para lo cual pueden pedir la cancelación definitiva del deudor en su dinero y deuda, esto es, liquidan sus saldos acreedores en la forma de dinero de Estado, se produce una crisis de liquidez que podrá transformarse a su vez en una crisis de solvencia para las empresas. El intento de procurarse fondos de fuentes extraordinarios, o la venta de activos de

financiación directa de las empresas o familias que perciben el final del proceso de crecimiento, puede provocar el colapso de los precios de los activos que venden, esto es, originar una crisis financiera.

Al igual que el dinero de Estado está en la raíz del problema, también está en la raíz de la solución. Dado que los agentes quieren eliminar a empresas o bancos comerciales como los deudores de su deuda y sustituirlos por el Estado, el Estado al convertirse en deudor de último recurso -en prestamista de último recurso para bancos y empresas- puede abortar la crisis financiera.

7.6 El conocimiento del futuro y la incertidumbre, capítulo 4

Los diferentes aspectos de las finanzas que hemos considerado, tales como el *dinero, déficits de caja y deudas*, remiten a un desarrollo en el tiempo: la evolución de los balances. La expansión financiera, como sabemos, recoge ese desarrollo, y es el resultado de una visión general y dinámica de la economía. Si ahora atendemos a cada sujeto que participa en el desarrollo financiero general de la economía, lo que se pretende es analizar cual ha sido el comportamiento del individuo dentro, y en relación con, el conjunto que constituye el sujeto colectivo de la expansión financiera. La aparición de la fragilidad financiera sucede para dicho colectivo. En el pensamiento clásico, la fragilidad financiera es un resultado injustificado para un colectivo formado por individuos racionales. Creemos que este supuesto clásico no es cierto. La fragilidad financiera no presupone la irracionalidad de los individuos que la producen.

El sujeto vive en el tiempo: toda acción humana es dinámica. El presente es nada, y el futuro se crea en un conjunto de proyecciones y previsiones que se autoalimentan dentro del grupo al que

pertenece, el cual está gobernado por convencionalismos que niegan el cambio y merman la responsabilidad individual

La acción temporal subjetiva se clasifica según dos categorías, proyección y previsión. El crecimiento de la economía se produce cuando los sujetos con proyecciones pesan en el conjunto más que los previsores. No es irracional durante la expansión invertir y aumentar la deuda en el balance para la mayoría de las empresas, basta con que las empresas consigan más beneficios, y no menos, aumentando su exposición ante una posible inversión de los estados actuales del ciclo. Estas decisiones tienen para el individuo consecuencias en su futuro, las cuales deberán medirse y entrar en el cálculo de los beneficios de dichas acciones, entre las cuales deberá incluirse la posibilidad de una crisis financiera asociada a una situación de fragilidad financiera. Si esto sucediera, podría contrarrestar el predominio de las proyecciones sobre las previsiones, determinando un cierto equilibrio de la acción subjetiva intertemporal.

La racionalidad del sujeto inmerso en un conjunto de individuos está, por consiguiente, relacionada con su conocimiento del futuro. A este respecto sostenemos el concepto fundamental de incertidumbre, genuino de la teoría keynesiana. A saber, los humanos no conocen el futuro. Una objeción parecida manifestó Henry Poincaré a Walras.

Lo que es el futuro para un agente es sólo una creencia. La creencia se manifiesta como un argumento. El argumento es la relación lógica del conocimiento indirecto a partir del conocimiento directo. Si sólo consideramos las que son racionales, del tipo a/h , son probables, pero también inciertas. Probable porque puede darse un mayor o menor peso para las distintas creencias que mantenga el sujeto, por ejemplo, los distintos sucesos que se espera sucedan. Y es incierto porque tales probabilidades están sujetas al menor o mayor grado de confianza con que el sujeto las mantiene. Este último

aspecto corresponde al concepto de J.M. Keynes del peso de los argumentos.

En la fase expansiva del ciclo, que hemos calificado de baja incertidumbre, puede que ni sea racional otorgar una probabilidad elevada a la existencia de una crisis financiera a tenor del conocimiento directo disponible por el sujeto, ni que el peso de argumentos que puedan darse a tal probabilidad se mantenga por el sujeto con suficiente confianza. No es, por consiguiente, irracional aumentar el grado de exposición a un evento en el que racionalmente no se cree. Al contrario, sólo irracionalmente se podría actuar contra la corriente. Esta situación se refuerza por el hecho de que el sujeto actúa dentro de un grupo.

Cuando hay incertidumbre, el individuo sabe que no sabe. Las argumentaciones que sostiene aparecen relacionadas con lo que sea la creencia del grupo al que pertenece. Es decir, el sujeto otorga un mayor peso a las argumentaciones convencionales que a las no convencionales. Si el sujeto racional es el que actúa según sus preferencias, resulta que, en el contexto del colectivo, el sujeto prefiere equivocarse convencionalmente que acertar no convencionalmente. Las creencias convencionales se sostienen en tres principios: la aceptación del status-quo, la hipótesis de que los mercados nunca se equivocan (son eficientes), y la de que los demás siempre están mejor informados.

No hay determinismo estadístico para la realidad dinámica, y, en consecuencia, no se puede sostener la racionalidad, desde una perspectiva keynesiana, de las llamadas expectativas racionales. El éxito es fuente de euforia, sube el coste de la defensa, y, por tanto, la estabilidad genera inestabilidad. Ésta es la psicología que explica la fragilidad financiera a nivel del individuo.

7.7 Flujos de dinero: secciones 5.1 y 5.2

Se define el beneficio de la empresa como una porción de las entradas de dinero de ingreso de la empresa individual que está en relación, por un lado, con la convalidación de los pagos de balance heredados del pasado, y, por otro lado, determina la financiación interna y externa para la inversión corriente.

La conjunción de la teoría keynesiana de los dos precios del activo y de los efectos de la financiación interna y externa en la inversión determinan el nivel de inversión óptima de la empresa. La decisión real de invertir y las formas de financiarla no son independientes. No es posible determinar la primera sin conocer ésta última.

La descripción de la economía monetaria a partir de los flujos de caja que circulan en ella permite caracterizar a los distintos agentes económicos por lo que sean sus fuentes ordinarias y extraordinarias de dinero. Los flujos de dinero se pueden clasificar en una tríada de categorías, que denominamos, ingreso, balance y cartera, que se ajustan a la descripción financiera de la economía. Los pagos de balance representan la destrucción de las obligaciones monetarias heredadas del pasado, los de ingreso la fuente ordinaria o normal para realizarlo, mientras que los de cartera o bien son fuentes extraordinarias para cumplir con los pagos de balance heredados o bien se refieren al uso de nueva deuda para adquirir el capital del periodo.

7.8 Estructura financiera: sección 5.4

Definimos el tipo financiero de un agente económico como h , s o p , según la relación que exista en un horizonte temporal futuro entre sus entradas ordinarias de dinero y los pagos de balance. Los agentes que en el futuro inmediato no cubren los pagos de balance con sus entradas ordinarias en espera de invertir la situación en el futuro más lejano son, en el caso menos grave, especulativos, y en el más grave, son ponzi.

El aumento de los tipos de interés desplaza de posición más cubiertas a más especulativas a cualquier agente económico. La composición de la población por agentes h , s y p determina la estructura financiera de la economía. La expansión financiera de una economía capitalista no sólo implica un aumento de la financiación externa, sino que esta se puede interpretar también como un cambio en la composición de los distintos tipos de su población. La estructura financiera global es más frágil cuanto mayor sea el peso de la población ponzi, en segundo lugar de la especulativa. Y cuanto menor sea el peso de la población h . La dinámica financiera, por consiguiente, genera el movimiento sistémico que provoca la transformación señalada en la composición de la población. Se favorece el peso de las prácticas financieras especulativas y se perjudica la proporción de la población cubierta.

La descripción de la estructura financiera de la economía a partir de la composición de la población permite explicar como la financiación externa afecta al tipo financiero tanto como la política de tipos de interés del Banco Central. Es la combinación de ambos factores los que generan los cambios en los tipos financieros que componen la población de agentes de una economía. Al mismo tiempo la euforia o expectativas de crecimiento de la economía

justifican que los agentes reduzcan los márgenes de seguridad entre los ingresos normales esperados en el futuro y los pagos de balance que vencen durante esos periodos. El estrechamiento del margen de seguridad entre ambos flujos de dinero explicará que los agentes especulativos dependan para su viabilidad financiera tanto de los mercados de bienes como del buen funcionamiento de los mercados monetarios.

Podemos definir una situación de fragilidad financiera como aquella donde las prácticas especulativas están extendidas entre la población de agentes económicos de una economía determinada, en especial, los agente ponzi. El predominio de este tipo de prácticas financieras, como hemos visto, dependerá de lo que haya sido la evolución previa de la economía. En especial, cual ha sido el comportamiento de los tipos de interés y de los mercados monetarios, de los cuales depende cada vez más durante la fase alcista la viabilidad de los agentes inmersos en prácticas especulativas. Alcanzada una situación de fragilidad financiera, como sabemos, es muy probable que se produzca una crisis financiera en le economía capitalista.

7.9 Evolución financiera en España en el ciclo económico más reciente: en el capítulo 6

La estadística disponible sobre finanzas y producción en España es abundante para tiempos muy recientes, pero la longitud del ciclo económico español observado es muy corta. Es por esto que el trabajo estadístico que se puede sostener con la actual base de datos para el estudio de las expansiones financieras de España está muy limitado. A la escasez relativa de datos debemos añadir los cambios bruscos del marco institucional que han afectado a España desde los

años 70 hasta hoy. Circunstancias que tampoco favorece la aplicación de métodos cuantitativos a las series financieras de que disponemos. Recordemos, como ejemplo de cambio institucional radical de la España actual, que después de 1998 la moneda española desaparece, y que la nueva estructura de la autoridad monetaria que sustituye a la española no deja de ser problemática.

Las estadísticas, estudios e informes anuales del Banco de España, en lo que respecta a las finanzas españolas, y la Contabilidad Nacional del Instituto Nacional de Estadística, en lo que respecta al ciclo económico, han servido como base de datos sobre la que se sostiene nuestras conclusiones acerca de las características generales de los procesos de expansión financiera en España.

Del examen de esta información, se desvela que el ciclo económico español observable desde mediados de los años ochenta hasta el año 1998 es peculiar. Se aprecia, por un lado, que el crecimiento económico está propulsado por el aumento continuo de la inversión empresarial, y que, asociado al mismo, hay un aumento continuo de la financiación externa. Podemos hablar, por tanto, de un proceso de expansión financiera asociado a un proceso de acumulación de capital para la economía española. Pero el inicio de esta expansión económica, que situamos en el segundo trimestre de 1984, no se origina por la abundancia de liquidez última en el sistema. Esta situación se manifiesta en el máximo alcanzado por la velocidad de circulación del dinero en dicha fecha.

Relacionado con la expansión económica de la segunda mitad de los años ochenta aparece un cambio en la política monetaria del Banco de España. Baja el nivel medio de los tipos de interés de los créditos concedidos a la banca privada y se introducen expectativas bajistas de los tipos de interés. Esta conjunción de circunstancias explica que la expansión económica de estos años haya originado simultáneamente un aumento considerable de la liquidez última en el

sistema. En todo el periodo la circulación de velocidad del dinero decrece.

El comportamiento monetario del Estado es coherente en el inicio de la expansión económica, desde el año 84 hasta el año 89. Gracias a la relativa contención del déficit público y la política de tipos de interés del Banco de España, la inversión de las empresas conduce la expansión de la economía. En efecto, el volumen de beneficios aumenta con los incrementos de la inversión, pero también la necesidad de financiación externa de las empresas. Es decir, existe un proceso de expansión financiera asociado al incremento de la inversión.

La financiación externa aumenta en valores absolutos y en términos relativos a la inversión del periodo. Hemos considerado una distribución más general del beneficio máximo generado en la economía que incluya además del sector empresa a las familias y al sector exterior. La importancia de este último es determinante en el desenlace de la expansión financiera a partir de 1989, año en el que la peseta se incorpora al SME.

Las subidas de los tipos de interés que aplica de un modo sostenido el banco de España a partir del año 88 modifican tanto la estructura financiera de las empresas como del propio Estado. El peso de los intereses sobre los beneficios de las empresas crece de manera considerable. Esto implica que hay un movimiento de posiciones cubiertas a posiciones más especulativas de las empresas. También el Estado sufre un cambio de su estructura financiera. Nos parece probable que el Estado, a partir del año 89, haya caído en un posición de financiación del tipo Ponzi.

Esta política monetarista resulta inútil, así lo admite el mismo Banco de España. Se establecen controles directos sobre el crédito bancario en 1988. Este mecanismo de creación de dinero endógeno, sin embargo, resulta extraño y complejo para el Banco de España.

Creemos que ha podido existir durante este periodo operaciones de prestamista de último recurso para el Estado pero no ejercidas directamente por el Banco de España, bien a través de la compra de activos públicos por parte de la banca privada o bien a través de transferencias directa del Banco de España al Estado que no se concretaran en ninguna partida de su balance. Ambos tipos de actuaciones existen en 1993.

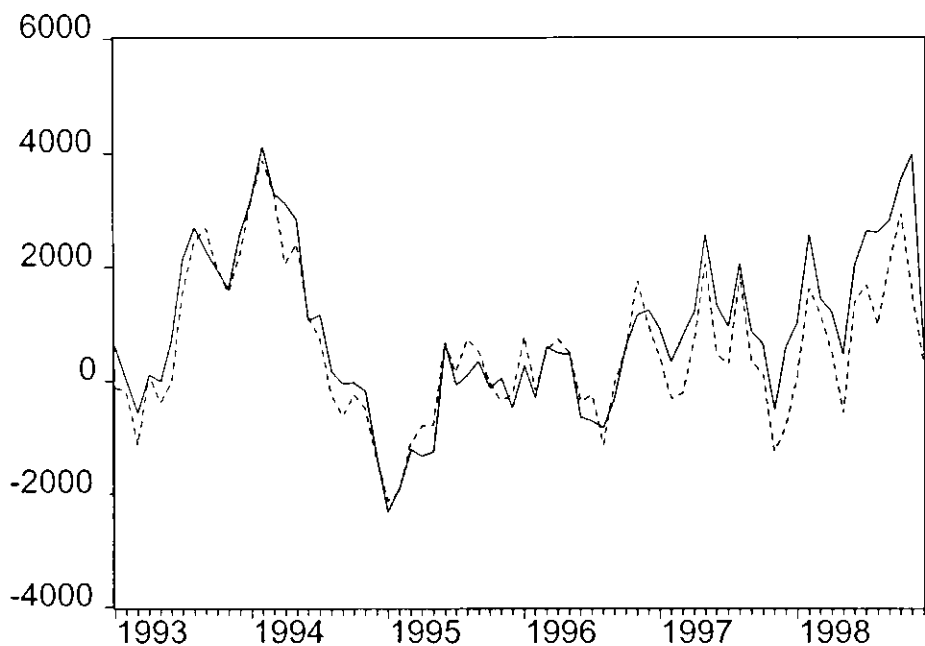
Creemos que la evidencia empírica analizada permite valorar positivamente la hipótesis de fragilidad financiera como instrumento de análisis de los procesos de acumulación de capital. En el caso español sostenemos esta afirmación, por un lado, en la fuerte expansión de la financiación externa de las empresas, y, por otro lado, en el efecto negativo de la subida de tipos de interés efectuada por el Banco de España en el periodo tuvo sobre el tipo de financiación tanto del Estado como de las empresas, que se hicieron más especulativos. En todo caso, la evolución de los mercados monetarios que predice la hipótesis no sucedió en el periodo estudiado. En este sentido, decimos que el proceso de expansión financiero español presenta rasgos peculiares con relación al modelo de crecimiento capitalista norteamericano.

Boletín Estadístico del Banco de España Enero de 1999

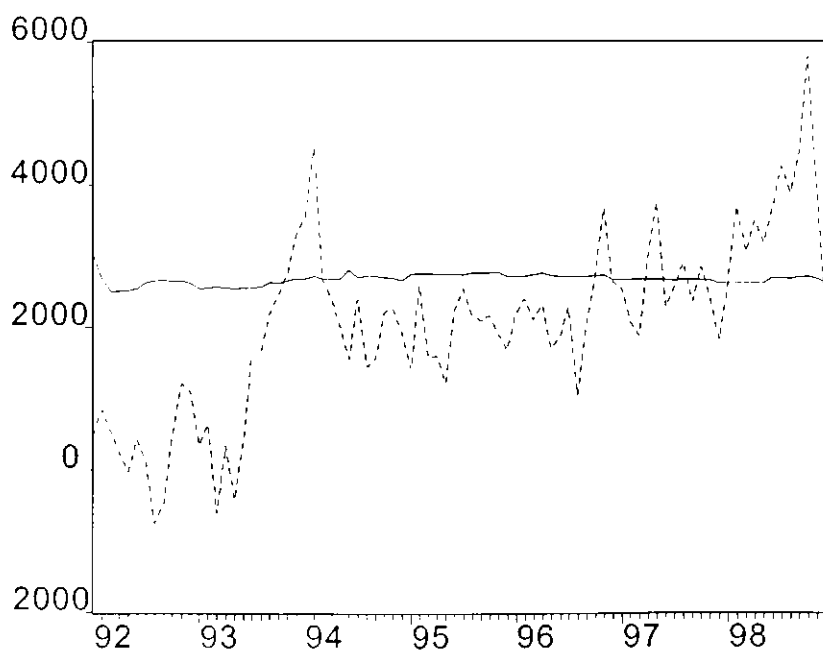
El boletín estadístico del Banco de España de enero de 1999 es el primero que ofrece las series financieras en euros. Si bien al comenzar la tesis se trabajaron las series financieras de los boletines estadísticos del Banco de España que tenían como comienzo el año 1954, al avanzar la investigación de la realidad financiera española, en especial, por la limitación que imponían los datos disponibles en la Cuentas Financieras de la Economía Española, se tuvo que recortar el tamaño de las series financieras que manejamos y que, finalmente, se han presentado en la tesis. El boletín estadístico de enero de 1999 ofrecía series financieras con la dimensión temporal adecuada para esta tesis en relación con el periodo que, finalmente, se ha examinado del ciclo económico de España. Es por ello que cualquiera de las series financieras del boletín económico usada en el capítulo 6 de la tesis corresponden a ese volumen del boletín. Sólo las referentes al crédito de la banca comercial a las empresas se han solicitado directamente al Banco de España.

Para la descripción de la evolución financiera del capítulo 6 se han observado las gráficas de más de 216 series estadísticas del boletín del 99. Sólo una pequeña parte de este trabajo ha encontrado finalmente una salida inmediata en el capítulo 6. Algunas afirmaciones que allí se hicieron no fueron acompañadas por gráficas para no romper el hilo conductor de la exposición, y evitar, por

tanto, llevar al lector a una dispersión asegurada de presentarle a su examen un número elevado de gráficas. Sin embargo, hay algunas que convendría recoger ahora, fuera de la línea argumental del capítulo, para el examen y justificación de algunas de las afirmaciones que entonces hicimos.



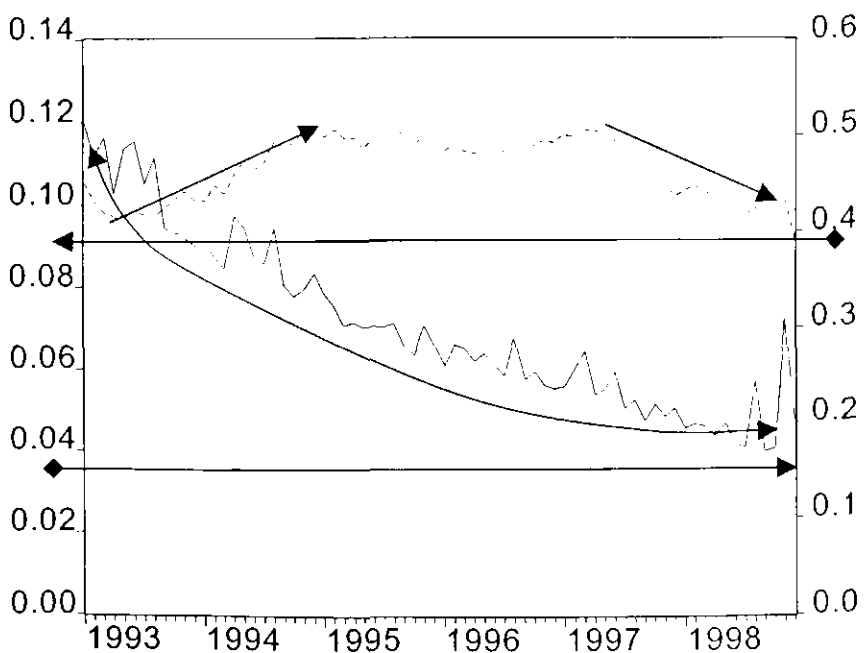
— Var. Activo Banco de España - - - - Var. Depósitos Estado en B.E.



— Activos del Estado en el BE - - - - Depósitos del Estado en el BE

En estas dos gráficas observamos el comportamiento del Banco de España respecto a las necesidades de dinero de Estado del mismo Estado. La variación del activo del Banco de España (gráfica superior) está prácticamente justificada por las necesidades de depósitos en el Banco de España del Estado, y, sin embargo, el Banco de España no compra de un modo directo activos del Estado (gráfica inferior). Es por ello que, como dijimos en el capítulo 6, hay una financiación indirecta del Banco de España al Estado, principalmente, a través de la banca comercial privada.

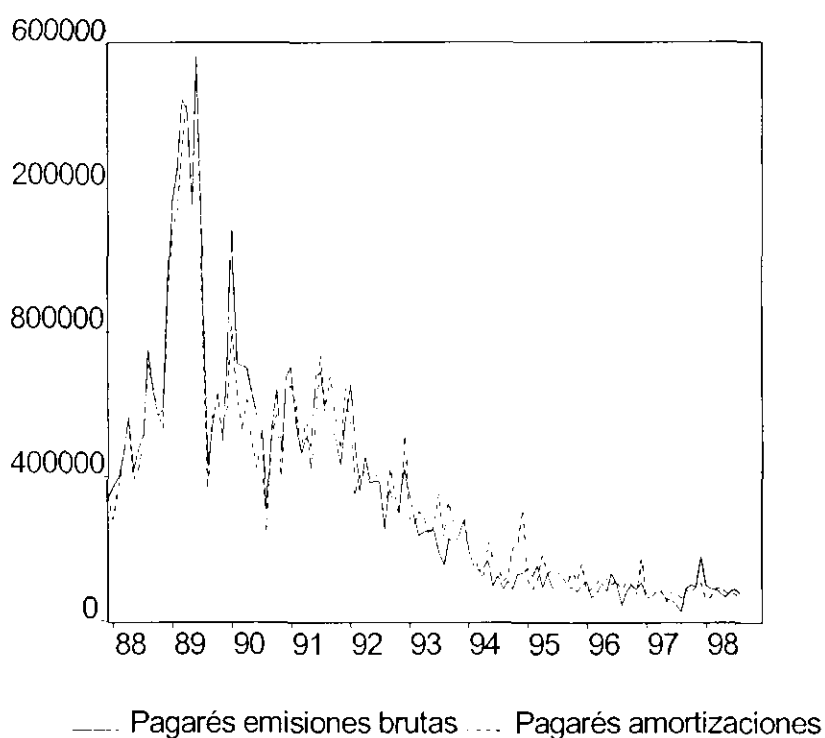
En la gráfica siguiente, podemos observar que mientras las reservas del Banco de España en la banca comercial, efectivo más depósitos en el Banco de España más certificados de depósitos, han disminuido en proporción a los depósitos a la vista de residentes en España (desde un 12% hasta un 4% en los años 90), sin embargo, los activos líquidos de la banca comercial, las reservas más créditos al Estado o adquisición de activos públicos, han crecido en proporción a los depósitos a la vista de los residentes en España. Esta relación nos confirma en nuestra idea de que el Banco de España puede financiar indirectamente al Estado a través de la banca comercial privada.



Reservas sobre depósitos

Activos de Estado en la banca sobre depósitos

Un caso llamativo en España del uso extensivo de los mercados monetarios como medio extraordinario de procurarse financiación las empresas cuando aparecen restricciones crediticias es el comportamiento explosivo experimentado por la actividad del mercado de pagarés de empresa alrededor del año 89, cuando el banco de España impone el racionamiento del crédito que se ha comentado en el capítulo 6. Podemos observarlo en la gráfica siguiente:



Se ha intentado encontrar relaciones estadísticas significativas entre algunas de las variables financieras que según la teoría del dinero endógeno estructural debían darse en la economía real. Se ha propuesto, entre otros, el siguiente modelo explicativo del crédito bancario a las empresas (a83ha) usando como variables explicativas los tipos de interés de la banca en sus créditos de 1 a 3 años (i212e) y la actividad en el interbancario (m205a). Se presentan los resultados obtenidos a continuación.

Series: $\Delta y_t = \text{DLOG}(\text{a83ha}) \quad \text{DLOG}(\text{m205a}) \quad \text{D}(\text{i212e})$

Sample(adjusted): 1984:4 1998:3

$$\Delta y_t = 0.0311 + 0.0589 \text{D91_4} + 0.0124 \Delta(\text{i212e}) - 0.0173 \Delta(\log(\text{m205a}_{t-2}))$$

(4.5596) (3.6520) (2.8643) (1.3300)

$$0.1822 \Delta y_{t-1} + N_t$$

$$(1-0.3517 B^2)(1-0.3675 B^4)N_t = a_t$$

(2.3504) (2.6340)

$\sigma_a^2 = 0.000274$, $Q(4) = 0.7999$ [0.938], $Q(8) = 1.4763$ [0.993], $JB = 2.6027$ [0.2722]

LS // Dependent Variable is **DLOG(A83HA)**

Sample(adjusted): 1985:1 1998:3

Included observations: 55 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031083	0.006817	4.559582	0.0000
D91_4	0.058889	0.016125	3.652046	0.0006
D(I212E)	0.012399	0.004329	2.864267	0.0062
DLOG(M205A(-2))	-0.017335	0.013034	-1.329959	0.1898
DLOG(A83HA(-1))	-0.182182	0.123335	-1.477123	0.1462
AR(2)	0.351732	0.149645	2.350449	0.0229
SAR(4)	0.367502	0.139525	2.633954	0.0113
R-squared	0.528243	Mean dependent var		0.022334
Adjusted R-squared	0.469273	S.D. dependent var		0.024318
S.E. of regression	0.017716	Akaike info criterion		-7.948139
Sum squared resid	0.015065	Schwarz criterion		-7.692660
Log likelihood	147.5322	F-statistic		8.957882
Durbin-Watson stat	1.991126	Prob(F-statistic)		0.000001
Inverted AR Roots	.78	59	.00+.78i	-.00-.78i
	-.59			-.78

El modelo encuentra una relación estadística significativa entre el tipo de interés del crédito y el volumen de crédito ofrecido por la banca al sector empresas. Esto puede interpretarse de varios modos. Nosotros creíamos que la subida de tipos de interés podía alterar la estructura financiera de las empresas, haciéndolas más especulativas, y que, por tanto, lejos de frenar la demanda de crédito, la subida de tipos la expandiera. Pero también hay razones de oferta, si bien esta subida de

tipos puede responder a una política restrictiva del Banco de España, sin embargo, la banca comercial sigue encontrando beneficios conceder créditos al sector privado. Se confirma, no obstante, que en las fases más expansivas del ciclo, tal y como supusimos, se produce en efecto una subida de tipos de interés.

Esperábamos un crecimiento del volumen de la actividad en el mercado interbancario en la fase alcista del ciclo, pero esta relación no ha podido ser comprobada estadísticamente en este modelo propuesto.

ANEXO 2

El *modelo integrado de inversión*⁶⁰ de Minsky, siendo como es un modelo microeconómico de elección óptima, plantea el interrogante de si puede descomponerse en los dos bloques constitutivos a través de los cuales los economistas analizamos el comportamiento maximizador de los agentes individuales, a saber, el conjunto de elección o frontera de consumo, por un lado, y las preferencias o función de utilidad por el otro.

Una de las ventajas principales que encontramos en esta búsqueda de carácter esencialmente formal es que abre la posibilidad de introducir explícitamente en la formalización de la inversión como proceso unitario y esencialmente financiero el concepto fundamental de *equilibrio*. Y, por consiguiente, de la presentación de nuestro problema económico, a pesar de la existencia en él de la incertidumbre, como si de uno sencillo se tratase, en el lenguaje matemático de la maximización condicionada.

⁶⁰ Decimos *integrado* porque a diferencia de aquellos modelos donde la *decisión real* de invertir y la *decisión financiera* de buscar fondos por parte de la empresa son independientes entre sí, secuencias que se distinguen y separan de la unidad del proceso de inversión (primero se determina el volumen real de inversión y después los fondos que habrán de financiarla), por el contrario, en Minsky, ambos procesos constituyen una decisión que para la empresa es única (suena en el oído del empresario y en el de Minsky, si se me permite la imagen musical, al *unísono*). La Integración de la que hablamos no sólo conserva la unidad orgánica de *lo real y lo financiero*, sino que además evita intencionadamente la separación de la unidad en sus partes y convierte, de este modo, el pensamiento de tales partes fuera de su unidad natural en imposible.

Es esta una forma de expresión que, por otro lado, no recoge la literatura económica presente y que, sin embargo, no carece de interés para una mejor comprensión de las dificultades analíticas del pensamiento keynesiano general y de la crítica que aún le plantea su existencia a la economía clásica contemporánea. Presentamos a continuación una primera respuesta positiva y original a la cuestión formal que nos hemos planteado.

Empezaremos por señalar la dualidad que introducen las finanzas en este problema de la inversión como uno de maximización condicionada; esto es, que dicho problema, en verdad, consta de dos programas de maximización diferentes: uno para la inversión financiada internamente y otro para la financiada externamente. Pensemos que tanto cuando financia su inversión internamente como cuando lo hace externamente, la empresa está obligada a valorar los flujos de dinero del capital -que son inciertos- respecto a corrientes de dinero que son ciertas; y sucede que, estas corrientes ciertas de dinero cambian su naturaleza (como veremos, su signo o dirección) según el modo de financiación que se utilice en las compras del capital, lo que, a su vez, modifica el proceso optimizador de la empresa; dando lugar por esta razón a la dualidad o asimetría en el cálculo empresarial de los niveles de inversión óptima que señalamos.

El objeto de “consumo” a elegir por la empresa es un vector de flujos futuros de dinero de distinta naturaleza. Siguiendo la tradición de considerar los vectores de consumo constituidos sólo por las cantidades de dos bienes, consideraremos que para la empresa existen sólo dos tipos de flujos, uno cierto y el otro incierto, que denominaremos, respectivamente, I_E e I_K . Señalaremos la dirección de los flujos monetarios, hacia y desde la empresa, mediante el signo del valor numérico correspondiente al volumen de ese flujo de dinero: positivo para las entradas *a* y negativo para las salidas *desde* la empresa.

La corriente futura de dinero incierta, (I_K), es un flujo de caja *hacia* la empresa que definiremos como el ingreso del capital. Su carácter incierto se deriva precisamente de que es el rendimiento de un activo interno (Gurley y Shaw, 1968). La variable I_K , por consiguiente, siempre tiene signo positivo para la empresa. La corriente futura de dinero cierta, (I_E), puede ser bien de entrada, si la empresa se financia internamente, o bien de salida para la empresa, en caso de que se financie externamente. Por consiguiente, esta variable puede tomar valores positivos o negativos. Si $I_E > 0$, entonces este flujo de dinero será una entrada futuras de dinero a la caja de la empresa que es cierta. Serán ingresos procedentes de activos cuyo comportamiento se conoce con certeza, principalmente, porque mantienen alguna relación implícita o explícita con la autoridad, representada por el Estado, por consiguiente, este tipo de activos externos son dinero -léase dinero stock tal y como se ha definido en el capítulo 2 de la tesis. Si $I_E < 0$, en este caso serán flujos futuros de dinero de salida, al tomarlos en valor absoluto, $|I_E|$, será para nosotros idéntico a un pago contractual de la deuda, por tanto, podemos denominarlos como CC (del inglés cash contractual commitments).

Desde esta perspectiva, por otro lado, se incluyen dentro de esta clase las ventas presentes de activos ciertos para financiar la compra de capital (v.g. la venta de una letra del Tesoro); son ingresos futuros ciertos negativos porque la empresa deja de ingresar en el futuro el correspondiente al principal y los intereses del activo enajenado. Es decir, que los activos ciertos son para la empresa una vía de acceso directo al crédito y, por tanto, sus variaciones las concebimos directamente como variaciones en los niveles de deuda de la empresa, si bien con un cambio de signo: si E es el valor presente de los activos ciertos y D es la deuda de la empresa, entonces, $\Delta E = -\Delta D$.

Respecto al significado del flujo futuro de una corriente incierta, esto es, I_K , es preciso señalar cómo la empresa concibe, más

bien computa, la unidad de medida de esta magnitud. Para establecer *la dimensión* o el sentido de la unidad de cuenta de los ingresos del capital (que, sin duda, se expresan en la unidad de cuenta del dinero) será necesario que la empresa determine de algún modo el ingreso futuro de la unidad de capital. El valor que la empresa de a ese flujo futuro de dinero lo consideramos, como es habitual en la literatura, la expectativa de la empresa del ingreso de la unidad de capital, digamos Q^e . Por consiguiente, el número que mide la variable I_k es la expresión cuantitativa de una expectativa.

El modo en que el sujeto genera sus expectativas nos conduce a el estudio de los razonamientos a través de los cuales el agente llega a conocer indirectamente el futuro a partir de los conocimientos directos que el presente le pueda ofrecer. Incluimos en los conocimientos directos el conjunto de proposiciones secundarias. Es, por tanto, imprescindible recordar nuestro concepto de incertidumbre del capítulo anterior. Denominaremos al conjunto de conocimientos directos que la empresa emplea en el cálculo de su expectativa mediante la letra \aleph , mientras que el peso de los argumentos lo denominaremos por la letra ψ . De acuerdo al conocimiento directo disponible, la empresa realizará una previsión acerca del futuro, donde se determinarán las situaciones desfavorables que se le puedan presentar; es en estas circunstancias que la empresa determinará el *ingreso mínimo* que generará la unidad de capital cuya probabilidad esté suficientemente próxima a la certeza; denominaremos a este ingreso de la unidad de capital Q^* . En caso de que existan varias argumentaciones alternativas respecto al valor de Q^* , se elegirá aquella que tenga la máxima probabilidad y cuyo valor este suficientemente próximo a la certeza: una Q^* que maximiza el valor de α , siendo $\alpha = \psi[Q^*/\aleph]$, y siempre que $1 - \alpha \leq \lambda$.

A través de los niveles de inversión y de su financiación, la empresa puede elegir entre distintas combinaciones de flujos

monetarios ciertos e inciertos para el futuro, esto es, entre distintas (I_K, I_E) , donde las tasas de descuento para cada uno de esos dos flujos son respectivamente $(1+\delta)^{-1}$ y $(1+r)^{-1}$, siendo r el tipo de interés y $(1+\delta)$ el rendimiento futuro de la unidad de dinero gastada en el presente en la adquisición del capital. Como es tradicional en las exposiciones de modelos de elección intertemporal simples, concebiremos el futuro como el periodo de tiempo que sucederá al presente, sin que entremos en el detalle de los diferentes futuros que sucederán al presente o en la longitud temporal de cada uno de ellos. Esto es, consideraremos sólo dos momentos temporales diferenciados, el presente y el futuro.

La variable endógena de nuestro modelo será, por tanto, el vector de equilibrio de flujos monetarios futuros, $(I_K, I_E)^e$, siendo las variables exógenas del modelo B, P_I, r , y δ ; la psicología del sujeto está representada por dos funciones: la función tradicional de Utilidad y una función keynesiana que simboliza la argumentación probable mediante la cual el sujeto determina el rendimiento futuro de la unidad de capital bajo condiciones de incertidumbre. Las ecuaciones del modelo, a través de las cuales relacionamos las distintas variables que acabamos de definir, son las siguientes:

Las ecuaciones (1) a (6) corresponden al problema de optimización de la inversión financiada con beneficios, mientras que las ecuaciones (8) a (12) lo son del problema que se planteará con posterioridad de financiar unidades adicionales de inversión mediante deuda por tanto, en estas I es la inversión financiada externamente. En la gráfica 2, puede verse una representación gráfica del modelo. Sólo en el caso de que para la unidad marginal de capital financiada internamente suceda que $P_k > P_I$, esto es, la solución de equilibrio con financiación interna sea de esquina que es el supuesto del modelo de Minsky original será posible que la empresa se plantee financiar inversiones adicionales mediante el aumento de su deuda (o la disminución de sus activos ciertos).

$$(1) U_j = U(I_K, I_E)$$

$$(2) Q^* = Q^e(N, y, I)$$

$$(3) Q^* / P_I = 1 + d$$

$$(4) I_K = \frac{I}{P_I} \cdot Q^*$$

$$(5) FI = \frac{I_K}{1+d} + \frac{I_E}{1+r}$$

$$(6) P_K = - \frac{\frac{\partial I_E}{\partial I_K}}{1+r} Q^*$$

Condicion primer orden: max (1) s.a (5)

$$(7) P_K = P_I$$

$$(8) U_i(I_K, CC)$$

$$(9) CC = |\Delta I_E| \quad \Delta I_E < 0$$

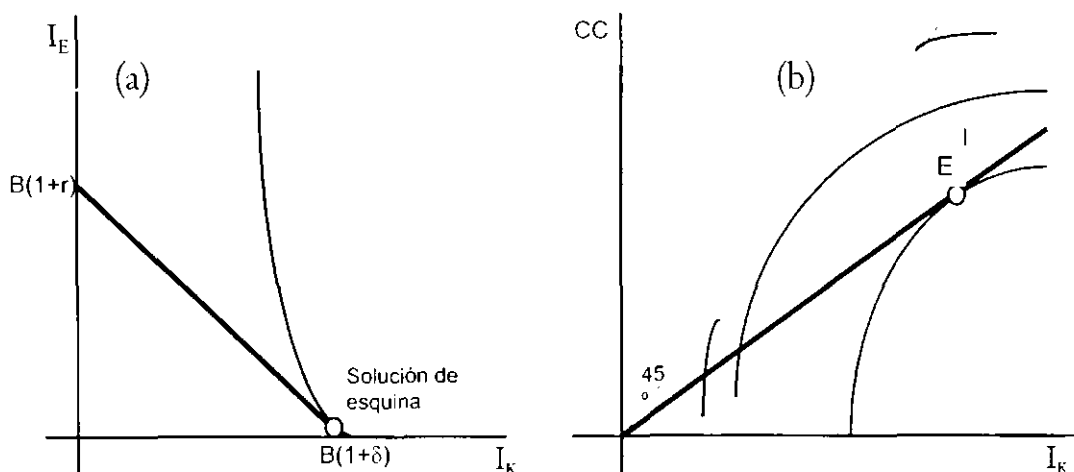
$$(10) I = \frac{CC}{1+r}$$

$$(11) \frac{I_K}{1+\partial} = \frac{CC}{1+r}$$

$$(12) P_K = \frac{\frac{\partial CC}{\partial I_K}}{(1+r)} Q^*$$

Condicion primer orden: max (8) s a (11)

$$(7) P_K = P_I$$



En este último caso será cierto, como veremos, que se dará que para una unidad marginal de capital $P_k = P_I$. Como recogemos en las ecuaciones (6) y (12), el precio del activo (P_K) que es el precio de un “futuro”, en tanto que es a través de dicha compra que se venden los flujos futuros de entrada de dinero que generará la unidad de capitales, como dijimos al comienzo del capítulo, un *precio subjetivo*, sin embargo, la existencia de incertidumbre y de instituciones determina que su expresión analítica, dentro de un modelo microeconómico básico, a diferencia de lo que sucede con otros precios subjetivos no esté determinado exclusivamente por las preferencias de un individuo, esto es, por la representación normal que los economistas tenemos de la “psicología” de un sujeto cualquiera, sino que en la determinación de este precio hay que incluir, además de la función de utilidad, el proceso mediante el cual se genera un expresión numérica para un valor incierto, nuestra ecuación (2), que recogemos como variable Q^* , y el tipo de interés, que consideraremos es una variable institucional; no en el sentido de que su valor se determine institucionalmente o fuera del mercado, lo que muy bien pudiera ser cierto, sino que la mera existencia de certeza en los flujos de dinero del futuro es una cuestión institucional, en particular, lo es el papel

que juega el Estado en este proceso de producción de certidumbre en un futuro esencialmente incierto.

En nuestro modelo, la decisión de la empresa de invertir todos sus beneficios en la compra de capital equivale a una solución de esquina, situación que se recoge en la gráfica 1a. Cuando la empresa tiene que financiar su inversión mediante deuda, el problema que se le plantea a la empresa es distinto al que acabamos de plantear con respecto al beneficio. Porque en este caso, la empresa mostrará sus valoraciones respecto al capital de acuerdo a un determinado ingreso en relación a una salida de dinero seguro, esto es todas las variaciones de I_E que admitimos son negativas, tomados en valor absoluto es lo que denominaremos el pago contractual de la deuda o CC. Si suponemos que la empresa no tiene activos seguros en su poder dado que siempre ha tenido una marcada preferencia por invertir frente a los activos seguros, entonces la empresa sólo mostrará preferencias positivas si los lotes de consumo que se le presentan están por debajo de la recta de 45° (en el otro caso, esta recta se desplazaría paralelamente y hacia afuera en la cuantía exacta a la posesión de ingreso cierto futuro).

BIBLIOGRAFÍA

Minsky, Hyman Philip

- 1954 ----- *Induced Investment and Business Cycles*. [Tesis doctoral inédita, dirigida por: Joseph Alois Schumpeter y Wassily W Leontief]. Cambridge, Massachusetts: Economics Department, Harvard University.
- 1965 a ----- [ed.] *California Banking in a Growing Economy*. Berkeley, California: Institute of Business and Economic Research, University of California.
- 1975 a ----- *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- 1982 a ----- *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. Armonk, New York: M.E. Sharpe.
[Existe ed. Inglesa con el título]: *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton Sussex: Weatsheat Books.
- 1986 a ----- *Stabilizing an Unstable Economy*. [Twentieth Century Fund Report]. New Haven, etc.: Yale University Press
- 1957 a ----- "Central Banking and Money Market Changes", *The Quarterly Journal of Economics* , LXXI (2) May: 171-87. [Reimpresión: 1982 a: 162 -177].

- 1957 b ----- "Monetary Systems and Accelerator Models", *American Economic Review*, XLVII (6) December: 859-83. [Reimpresión: 1982 a: 231-257].
- 1959 a ----- "A Linear Model of Cyclical Growth", *Review of Economics and Statistics*, XLI (2) May: 133-45.
- 1959 b ----- "Indicators of the Developmental Status of an Economy", *Economic Development and Cultural Change*, 7 January: 151-72.
- 1959 c ----- "The Effects of Monopolistic and Quasi-Monopolistic Practices on Price Levels" *Joint Economic Committee: Employment, Growth and Price Levels*. 86th Congress, 1st Session. Washington, DC: U.S. Government Printing Office: 2205-2236.
- 1961 ----- "Employment Growth and Price Levels: A Review Article", *Review of Economics and Statistics*, XLIII (1) February: 1-12.
- 1963 a ----- "Comment on Friedman and Schwartz's Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, XLV (supplement) February: 64-72.
- 1963 b ----- Can it Happen Again?
En: Deane Carson [ed.] *Banking and Monetary Studies*. Homewood, Illinois: R.D. Irwin:101-11.
[Reimpresión: 1982 a: 3-13].
- 1964 a ----- Financial Crisis, Financial Systems and the Performance of the Economy.
En: *Private Capital Markets*. [Prepared for the Commission on Money and Credit Research Study]. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall: 173-380.

- 1964 b ----- “Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions”, *American Economic Association Papers and Proceedings*, 54 May: 324-35.
- 1965 b ----- The Integration of Simple Growth and Cycle Models.
En: Brennan, M. J. [ed.] *Patterns of Market Behavior, Essays in Honor of Philip Taft*. Providence, Rhode Island: Brown University Press: 175-92.
[Reimpresión: 1982 a: 258 277].
- 1965 c ----- The Role of Employment Policy
En: Margaret S. Gordon (ed.) *Poverty in America*. San Francisco: Chandler publishing Company: 175-200.
- 1965 d ----- Commercial Banking and Rapid Economic Growth in California.
[En: 1965 a: 79-134]
- 1965 e ----- Overview.
[En: 1965 a : 1-23]
- 1966 ----- “The Federal Reserve Portfolio”. *Joint Economic Committee: Statements by Individual Economists*. 89th Congress, 2nd Session. Washington, DC: U.S. Government Printing Office: 79-81.
- 1967 a ----- Financial Intermediation in the Money and Capital Markets.
En: Giulio Pontecorvo, Robert P Shay and Albert G. Hart [ed.] *Issues in Banking and Monetary Analysis*. New York: Holt, Rinehart and Winston, Inc: 33-56
- 1967 b ----- Money, Other Financial Variables and Aggregate Demand in the Short Run.

- En: George Horwich [ed.] *Monetary Process and Policy: A Symposium*. Homewood, Illinois: R.D. Irwin, Inc.: 265-94
- 1968 ----- “Adequate Aggregate Demand and the Commitment to End Poverty” *Rural Poverty in the United States*. [A Report by the President’s National Advisory Commission on Rural Poverty]. Washington, DC: U.S Government Printing Office: 562-580.
- 1969 a ----- “Financial Model Building and Federal Reserve Policy: Discussion”, *Journal of Finance*, XXIV (2) May: 295-97
- 1969 b ----- “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”, *Journal of Finance*, XXIV (2) May: 223-38. Papers and Proceedings of the 27 annual meeting of the American Finance Association. Chicago, Illinois. December 28-30, 1968.
[Reimpresión en: 1982 a: 278-289].
- 1969 c ----- “The New Uses of Monetary Powers”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 8 (Spring).
[Reimpresión: 1982 a: 179-191]
- 1971 ----- “The Allocation of Social Risk: Discussion”, *American Economic Review*, LXI(2).May: 389-90.
- 1972 a ----- “Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster” *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*. Washington, D.C.: the Board of Governors of the Federal Reserve System: 97-136.
[Reprinted: 1982 a: 117-161]

- 1972 b ----- “An Evaluation of Recent Monetary Policy”,
Nebraska Journal of Economics and Business, 11(4)
Autumn: 37-56.
- 1972 c ----- An Exposition of a Keynesian Theory of Investment.
En: Szegö, Shell (ed.) *Mathematical Methods in
Investment and Finance*. Amsterdam: Elsevier/North
Holland.
[Reimpresión: 1982 a : 203 230].
- 1974 a ----- “The Modeling of Financial Instability: An
introduction”
En: *Modeling and Simulation*, V Proceeding of the
Fifth Annual Pittsburgh Conference, 1974.
Instrument Society of America: 267-72.
- 1974 b ----- “Paul Davidson’s “Money and the Real World”: A
Review Article”, *Quarterly Review of Economics and
Business*, XIV (2) Summer: 7-17
- 1975 b ----- “Suggestions for a Cash-Flow Oriented Bank
Examination”
En: *Proceedings of a Conference on Bank Structure and
Competition*. Chicago, Illinois: Federal Reserve Bank
of Chicago: 150-183.
- 1975 c ----- “Financial Instability, the Current Dilemma, and the
Structure of Banking and Finance” *United States
Senate Committee on Banking, Housing and Urban
Affair: Compendium of Major Issues in Bank
Regulation*. 94th Congress, 1st Session. Washington,
DC: U.S. Government Printing Office: 310-53.
- 1976 ----- Where the American: Economy and Economists
Went Wrong [documento inédito: posible paper
escrito para la 89 reunión anual de la American

- Economic Association. Atlantic City, New Jersey, 1976].
- 1977 a ----- A Theory of Systemic Fragility.
En: Edward J. Altman and Arnold W Sametz [ed.] *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. New York: John Wiley and Sons:138-152.
- 1977 b ----- “How “Standard” is Standard Economics?, *Society*, 14 March/April: 24-29.
- 1977 c ----- “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16 (1) Winter :5-16.
[Reimpresión: 1982 a: 59-69]
- 1977 d ----- An “Economics of Keynes” Perspective on Money.
En: S. Weintraub [ed.] *Modern Economic Thought*. University of Pennsylvania Press: 295-307.
- 1978 a ----- “The Carter Economics: A Symposium”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, I (1) Fall:42-45.
- 1978 b ----- The Financial Instability Hypothesis: A Restatement.
En: *Thames Papers in Political Economy*. North East London Poytechnic.
[Reimpresión: 1982 a: 90-116].
[Traducción: “La hipótesis de la inestabilidad financiera: una reconsideración”, *Hacienda Pública Española*, 1992: 327-341. La traducción es de la reimpresión: Philip Arestis and Thanos Skouras [ed.] *Post Keynesian Economic Theory: a Challenge to*

- Neoclassical Economics*. Sussex, etc.: Wheatsheaf Books, 1985: 24:55)
- 1980 a ----- “La Coerenza Dell’ Economia Capitalistica: I Fondamenti Marshalliani Della Critica Keynesiana Della Teoria Neo-classica”, *Giornali Degli Economisti e Annali di Economia*, marzo-aprile.
- 1980 b ----- “Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism”, *Journal of Economic Issues*, XIV(2) June: 505-23.
[Reimpresión: 1982 a: 71-89].
- 1980 c ----- “The Federal Reserve: Between a Rock and Hard Place”, *Challenge*, 23 May/June: 30-36.
[Reimpresión: 1982 a: 192-202].
- 1980 d ----- “Finance and Profits : The Changing Nature of American Business Cycles” *The Business Cycle and Public Policy 1929-80: A compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee*. 96th Congress, 2nd Session. Washington, DC: U.S. Government Printing Office: 230-244.
[Reimpresión: 1982 a: 14-58].
- 1980 e ----- “Money, Financial Markets and the Coherence of a Market Economy”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, III (1) Fall :21-31.
- 1981 ----- “Financial Markets and Economic Instability, 1965-1980”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 20 (4) Autumn: 5-16.
- 1982 b ----- “Debt-Deflation Processes in Today’s Institutional Environment”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 143 December: 375-93

- 1982 c ----- “Can it Happen Again? A Reprise”, *Challenge*, 25 (3) July-Aug:5-13.
[Reimpresión: 1982 a: xi-xxiv]
- 1982 d ----- “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy.
En: Charles P Kindlerberger and Jean-Pierre Laffarge [ed.] *Financial Crisis, Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press: 13-38.
- 1983 a ----- Pitfalls Due to Financial Fragility.
En: Sidney Weintraub and Marvin Goldstein [eds.] *Reaganomics in the Stagflation Economy*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press: 104-119.
- 1983 b ----- “The Legacy of Keynes”, *Metroeconomica*, 35 February-June: 87-103
- 1983 c ----- Institutional Roots of American Inflation
En: Nathan Schmokler and Edward Marcus [ed.] *Inflation Through the Ages: Economic, Social Psychological and Historical Aspects*. New York: Social Sciences Monographs-Brooklyn College Press (distributed by Columbia University Press): 265-77.
- 1984 a ----- with Steve Fazzari “Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What?”, *Journal of Economic Issues*, XVIII (1) March: 101-16.
- 1984 b ----- with Piero Ferri “Prices, Employment and Profits”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, 6 (Summer): 489-99.
- 1984 c ----- “Banking and Industry Between the Two Wars: The United States”, *The Journal of European Economic History*, XIII (2) Fall, (special issue): 235-72
- 1984 d ----- The Potential for Financial Crises

- En: Tamir Agmon, Robert G. Hawkins, and Richard M. Levich [ed.] *The future of the International Monetary System*. Lexington, Massachusetts: Lexington Books: 91-109.
- 1984 e ----- Financial Innovations and Financial Instability: Observations and Theory
En: *Financial Innovations: Their Impact on Monetary Policy and Financial Markets*. [The Federal Reserve Bank of St. Louis]. Boston, etc.: Kluwer Academic Publishers: 21-41.
- 1985 a ----- "Beginnings", *Banca Nazionales del Lavoro Quarterly Review*, 154 September: 211-221.
- 1986 b ----- "The Evolution of Financial Institutions and the Performance of the Economy", *Journal of Economic Issues*, 20 (2) June: 345-53.
- 1986 c ----- Money and Crisis in Schumpeter and Keynes
En: H.S. Jagener and J.W. Drukker [ed.] *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*. Cambridge: Cambridge University Press: 112-22.
- 1986 d ----- Conflict and Interdependence in a Multipolar World
En: *Studies in Banking and Finance* 4. Amsterdam: North-Holland Publishing: 3-22.
- 1986 e ----- The Crisis of 1983 and the Prospects for Advanced Capitalist Economics
En: Suzanne W. Helburn and David F. Bramhall (ed.) *Marx, Schumpeter and Keynes: A Centenary Celebration of Dissent*. Armonk, New York, and London: M.E. Sharpe: 284-96.
- 1988a ----- Foreword

- En: Arestis, Philip (ed.) *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*, Aldershot:: Edward Elgar Publishing Limited: viii-xiii
- 1989 a ----- Financial Structures: Indebtedness and Credit.
En: Alain Barrere [ed.] *Money Credit and Prices in a Keynesian Perspective*. Proceedings of a Conference held at the University of Paris I Pantheon Sorbonne, 1983. New York: St. Martin's Press: 49-70.
[Traducción: "Estructuras Financieras: Endeudamiento y crédito", *Hacienda Pública Española*, 1992: 361-372]
- 1989 b ----- Foreword
En: Semmler ,Willi [ed.] *Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives*. Armonk [etc.]: M.E. Sharpe.
- 1990 a ----- Schumpeter: Finance and Evolution.
En: Arnold Heertje an Mark Perlman [ed.] *Evolving Technology and Market Structure: studies in Schumpeterian economics*. Ann Arbor: University of Michigan Press: 52-74.
- 1991 a ----- The Financial Instability Hypothesis: A Clarification
En: Martin Feldstein [ed.] *The Risk of Economic Crisis*
A National Bureau of Economic Research Conference Report. Chicago and London: University of Chicago Press: 158-66
- 1991 b ----- The Endogeneity of Money
En: Edward Nell and Will Semmler [ed.] *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*. New York: St Martin's Press: 207-220.
- 1991 c ----- "Federal Reserve Monetary Policy and Credit Conditions" *Hearing Before The Joint Economic*

- Committee Congress of the United States. 102th Congress, 1st Session. Washington, DC: U.S. Government Printing Office: 18-28.*
- 1991 d ----- *Financial Crisis: Systemic or Idiosyncratic* (Working Papers, 51). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1991 e ----- and Piero Ferry *Market Processes and Thwarting Systems* (Working Papers, 64). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1991 f ----- *The Transition to a Market Economy: Financial Options* (Working Papers, 66). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1992 a ----- Taking Schumpeter's Methodology Seriously: Commentary.
En: Frederic M. Scherer and Mark Perlman [ed.] *Entrepreneurship, technological innovation and economic growth: studies in the Schumpeterian tradition*. Ann Arbor: University of Michigan Press: 363-370
- 1992b ----- Hyman P MINSKY [artículo autobiográfico]
En: Arestis, Philip [ed.] *A Biographical Dictionary of Dissenting Economist*. Aldershot: Edward Elgar: 352-358.
- 1992 c ----- *Reconstituting The United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues* (Working Papers, 69). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

- 1992 d ----- *The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions* (Working Papers, 72). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1992 e ----- [et al.] *Community Development Banks* (Working Papers, 83). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1992 f ----- Market Structure and Investment Behavior
[documento inédito]
- 1993 a ----- Schumpeter and Finance
In: Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia and Michele Salvati, [eds.] *Market and Institutions in Economic Developments: Essays in Honour of Paolo Sylos Labini*. New York : St Martin's Press: London: Macmillan Press, 103-15.
- 1993 b ----- *Finance and Stability: The Limits of Capitalism* (Working Papers, 93). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1994 a ----- Financial Instability Hypothesis
Arestis, Philip and Malcom Sawyer (ed.) *The Elgar Companion to Radical Political Economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1994: 153-58.
- 1994 b ----- with Domenico Delli Gatti and Mauro Gallegati
Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy (Working Papers, 126). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College
- 1994 c ----- *Financial Instability and the Decline (?) of Banking Policy Implications* (Working Papers, 127).

- Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College
- 1995 a ----- “Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II” *Journal of Economic Issues*, XXIX (1) March: 83-96
- 1995 b ----- Defining Full Employment [documento inédito]
- 1996 a ----- The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics.
En: Ghislain Deleplace and Edward J. Nell [ed.] *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*. New York: St Martin’s Press: 70-88.
- 1996 b ----- with Charles J. Whalen *Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism* (Working Papers, 165). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College
- 1996 c ----- “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies”, *Journal of Economic Issues*, XXX (2), June: 357-68
- Arias Moreira, Jose Carlos *Leviatán tras el naufragio: políticas económicas y financieras en los años 30*. Madrid: Espasa Calpe, 1992.
- Arrighi, Giovanni *El Largo siglo XX: Dinero y poder en los orígenes de nuestra época*. Madrid: Akal, 1999.
- Altman, Edward I. and Arnold W Sametz (ed.) *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. New York: John Wiley and Sons, 1977
- Arestis, Philip
- 1988 ----- [editor] *Post-Keynesian Monetary Economics*. Aldershot:

Edward Elgar Publishing Limited.

- 1992 ----- *A Biographical Dictionary of Dissenting Economists*.
Aldershot: Edward Elgar.
- 1994 ----- [y Malcom Sawyer (ed.)] *The Elgar Companion to
Radical Political Economy*. Aldershot: Edward
Elgar.
- 1998 ----- "Recent Banking and Financial Crises: Minsky versus
the Financial Liberalisationists".
Ponencia presentada en: *The International Conference:
The Legacy of Hyman P Minsky*, Bergamo, 1998.

Asimakopulos, A.

- 1985 ----- "Finance, saving and investment in Keynes
economics: a comment", *Cambridge Journal of
Economics*, 9: 405-407
- 1986 ----- "Finance, liquidity, saving, and investment", *Journal
of Post Keynesian Economics*, IX (1): 79-90.

Baily, Martin Neil "Productivity and the Services of Capital and
Labor", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1
1981: 1-65.

Bagehot, Walter *Lombard Street. A Description of the Money Market*.
New York: Scribner, Armstrong & Co.: 1873.
[Reedición: Philadelphia: Orion Editions, 1991]

Baltensperger, Ernst "Alternative Approaches to the Theory of the
Banking Firm", *Journal of Monetary Economics*, 6
1980: 1-37

Banco de España

- 1985 ----- *Cuentas financieras de la Economía Española*
- 1987 ----- *Informe Anual*
- 1988 ----- *Informe Anual*

- 1989 ----- *Informe Anual*
1990 ----- *Informe Anual*
1991 ----- *Informe Anual*
1992 ----- *Informe Anual*
1993 ----- *Informe Anual*
1994 ----- *Informe Anual*
1995 ----- *Informe Anual*
1995 ----- *Cuentas financieras de la Economía Española*
1996 ----- *Informe Anual*
1997 ----- *Informe Anual*
1997 ----- *Cuentas financieras de la Economía Española*
1998 ----- *Informe Anual*
1999 ----- *Boletín Estadístico (Enero)* [series estadísticas en disquetes]
2000 ----- *Cuentas financieras de la Economía Española*
- Barrere, Alain (ed.) *Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective*. Proceedings of a Conference held at the University of Paris I, 1983. New York: St Martin Press, 1989.
- Baumol, William J. "The Transactions Demand for Cash: an Inventory Theoretic Approach", *Quarterly Journal of Economics*, 1952: 545-557
- Berlin, Isaiah *The hedgehog and the fox*. New York: Simons and Schuster, 1953.
- Bernanke, Ben S. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression" *American Economic Review*, June 1983: 257-276.
- Bernanke, Ben S and John Y. Campbell "Is There a Corporate Debt Crisis?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988: 83-139.

- Bloch, Marc, "Esquisse d'e une histoire monétaire del'Europe", *Cahiers des Annales*, (9) 1955.
- Bowles, Samuel: "The Production Process in a Competitive Economy: Walrasian, Neo-Hobbesian, and Marxian Models", *American Economic Review*, LXXV (1) March 1985: 16-36.
- Brock, William A and Leonard J. Mirman "Optimal Economic Growth and Uncertainty: the Discounted Case", *Journal of Economic Theory*, 4 1972: 479-513.
- Burmeister, Edwin *Capital Theory and dynamics*. Cambridge [etc.]: Cambridge University Press, 1980.
- Calvo Bernardino, Antonio y Miguel Ángel Galindo Martín "La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera", *Hacienda Pública Española*, 120/121 1992: 319-325
- Cartelier, Jean *Money and Equilibrium: Two Alternative Modes of Coordination of Economic Activities* (Working Papers, 27). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Institute of Bard College, 1989
- Chick, Victoria
 1996 ----- and Sheila C. Dow "Regulation and Differences in Financial Institutions", *Journal of Economics Issues*, XXX. (2) June: 517-523
- 1997 ----- "Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance", *Journal of Economic Issues*, XXXI (2) June: 535-541.
- 1996 ----- "Cassandra as Optimist"
 Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P. Minsky*, Bergamo, 1998.
- Clower, R. W The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical

Appraisal

En: F. H. Hahn and F. Brechling (ed.) *The Theory of Interest Rates*. London: Macmillan, 1965: 103-25.

Crotty, James R.

1989 ----- "Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 12 :519-542.

1992 ----- and Goldstein J.P. *The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundations for Minsky's Investment Instability Thesis* (Working Papers, 79). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Day, Richard H.

1982 ----- "Irregular Growth Cycles", *American Economic Review*, LXXII (3): 406-414.

1998 ----- "Economics in the Spirit of Minsky"
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P. Minsky*, Bergamo, 1998.

Davidson, Paul

1978 ----- *Money and the Real World*. London: Macmillan.

1986 ----- "Finance, funding, saving, and investment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, IX(1):101-110.

1991 ----- "Is Probability Theory Relevant for Uncertainty?", *Journal of Economic Perspectives*, V (1) Winter: 129-143.

Deleplace, Ghislain and Edwards J. Nell (ed.) *Money in Motion. The Post-Keynesian and Circulation Approaches*. New York: ST. Martin's Press, 1996.

- Dillard, Dudley *The Theory of a Monetary Economy*
En: Kenneth K. Kurihara (ed.) *Post-Keynesian Economics*. London: George Allen and Unwin, 1955. [Traducción: Teoría de una Economía Monetaria. En: *Economía Postkeynesiana*. Madrid: Aguila, 1964: 3-33]
- Dow, Sheila C. *Money and the Economic Process*. Cambridge: Edward Elgar, 1993.
- Downe, Edward A. "Minsky's model of financial fragility: a suggested addition", *Journal of PostKeynesian Economics*, IX (3) 1987: 440-454.
- Dymski, Gary
1991 -----Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm.
En: Steven Fazzari and Dimtri B. Papadimitriou (ed.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance. Essays in Honour of Hyman P. Minsky*. Armonk, New York [etc.]: M.E. Sharpe Inc., 1992: 27-61.
- 1994 ----- and Robert Pollin (ed.) *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1994
- Eco, Umberto *Cómo se Hace una Tesis*. Barcelona: Gedisa, 1983.
- Elliot, J.W. "Theories of Corporate Investment Behavior Revisited", *The American Economic Review*, LXIII (1) March 1973: 195-207

Fazzari, Steven M.

1988 ----- [et al.] "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-206.

1992 a ----- and Dimtri B. Papadimitriou (ed.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance. Essays in Honour of Hyman P. Minsky*. Armonk, New York [etc.]: M.E. Sharpe Inc.

1992 b ----- Introduction: Conversations with Hyman Minsky.

En: Steven Fazzari and Dimtri B. Papadimitriou (ed.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance. Essays in Honour of Hyman P Minsky*. Armonk, New York, etc : M.E. Sharpe Inc., 1992

Federal Reserve Bank of Kansas City *Debt, Financial Stability and Public Policy*. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1986.

Feldstein, Martin (ed.) *The Risk of Economic Crisis*. [A National Bureau of Economic Research Conference Report]. Chicago and London: University of Chicago Press, 1991.

Fisher, Irving

1932 ----- *Booms and Depressions*. New York: Adelphi Company.

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

Flaschel, Peter [et al.] *Dynamic Macroeconomics. Instability, Fluctuation and Growth in Monetary Economies*. Cambridge, Massachusetts [etc.]: MIT Press, 1997

Foley, Duncan K

- 1971 -----And Miguel Sidrauski *Monetary and Fiscal Policy in a Growing Economy*. New York: MacMillan.
- 1996 ----- “Hyman Minsky and the Dilemmas of Contemporary Economic Method.”
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P. Minsky*, Bergamo, 1998
- Foucault, Michel *Las palabras y las cosas*. México: Siglo XXI, 1968.
- Friedman, Benjamin and David I. Laibson “Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 1989: 137-189.
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz “Money and Business Cycles”, *Review of Economics and Statistics*, 45 (supplement) 1963: 32-63
- Fuentes, Ignacio “Innovación Financiera y Transmisión de la Política Monetaria: un Análisis de los Estados Financieros de los Bancos y las Cajas de Ahorro”, *Boletín Económico del Banco de España*, Octubre 1989.
- Galbraith, John Kenneth *Breve Historia de la Euforia Financiera*. Barcelona: Ariel, 1991.
- Gatti, Domenico Delli and Mauro Gallegati
- 1990 ----- “Financial Instability, Income Distribution and the Stock Market”, *Journal of Postkeynesian Economics*, 12: 356-374.
- 1996 ----- “Financial Instability Hypothesis and Stabilization Policy: Hyman P Minsky’s Contribution to Political Economy”, *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, 25 (3): 411-424.

- 1996 ----- "Financial Instability Revisited: Aggregate Fluctuations due to Changing Financial Conditions of Heterogeneous Firms. "
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P. Minsky*, Bergamo, 1998
- Gertler, Mark "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: an Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, 20 (3) 1988: 559-588.
- Goldsmith, Raymond W The National Balance Sheet of the U.S. 1953-1980
- Guckenheimer, John and Philip Holmes *Nonlinear Oscillations, Dynamical Systems, and Bifurcations of Vector Fields*. New York: Springer Verlag, 1983.
- Gurley, J.G. and Shaw, E. *Money in a Theory of Finance*. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1960.
- Guttentag, Jack and Richard Herring, "Credit Rationing and Financial Disorder" *The Journal of Finance*, XXXIX (5) 1984: 1359-1382.
- Harding Don and Adrian Pagan "Knowing the Cycle", 1998.
- Helburn, Suzanne W and David F. Bramhall (ed.) *Marx, Schumpeter and Keynes. A Centenary Celebration of Dissent*. Armonk, New York [etc.]: M.E. Sharpe, Inc., 1986.
- Heilbroner, Robert and Bernstein, Peter *The Debt and the Deficit. False Alarms/Real Possibilities*. New York: W.W Norton and Company, 1989
- Hesse, Herman *Siddharta*. Frankfurt [etc.]: Montagnole/Suhrkamp Verlag, 1950.
[Traducción: *Siddharta*. Barcelona: Bruguera, 1968]

- Horkheimer, M. & Adorno T.W. *Dialéctica del Iluminismo*
[Dialektik der Aufklärung]. Buenos Aires:
Sudamericana, 1987
- Ingrao, Bruna and Giorgio Israel *La Mano Invisibile: L'Equilibrio
Economico nella Storia della Scienza*. Roma-Bari:
Laterza & Figli Spa, 1987
[Traducción inglesa: *The Invisible Hand: Economic
Equilibrium in the History of Science*. Cambridge: The
MIT Press, 1990.]
- Innes, Mitchell "What is Money?", *The Banking Law Journal*, 1913:
377-408.
- Jorgenson, Dale W. and Calvin D. Siebert "A Comparison of
Alternative Theories of Corporate Investment
Behavior", *The American Economic Review*, LVIII
(4) 1968: 681-712.
- Juaristi, Jon *El bucle melancólico*. Madrid: Espasa Calpe, 1997.
- Kaldor, Nicholas
1956 ----- "Alternatives Theories of Distribution", *Review of
Economic Studies*, XXIII June: 83-100.
- 1966 ----- "Marginal Productivity and the Macro-Economic
Theories of Distribution". *Review of Economic
Studies*, XXXIII October: 309-319.
- 1982 ----- *The Scourge of Monetarism*. Oxford: Oxford
University Press.
- Kalecki, Michael
1937 a ----- "The Principle of Increasing Risk", *Economica*,
November: 441-447
- 1937 b ----- "A Theory of the Business Cycles." *The Review of
Economic Studies*, February: 77-97

Keen, Steve

- 1995 ----- "Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's Financial Instability Hypothesis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (4): 607-635.
- 1996 ----- "The Chaos of Finance. The Chaotic and Marxian Foundations of Minsky's Financial Instability Hypothesis", *Economies et Societes*, 10 (2-3): 55-82.
- 1998 ----- "The Minsky Thesis: Keynesian or Marxian?"
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P Minsky*, Bergamo, 1998
- 2000 ----- The Nonlinear Economics of Debt Deflation
En: Barnett, William A. (edt.) *Commerce, Complexity and Evolution: topics in economics, finance, marketing, and management*. Proceedings of the twelfth international symposium in economic theory and econometrics. Cambridge: Cambridge University Press: 83-110

Keynes, John Maynard

- 1921 ----- *The Treatise on Probability*.
[Reimpresión: The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume VIII. A Treatise on Probability. London: MacMillan, 1973]
- 1925 ----- "The Economic Consequences of Mr Churchill"
[Reimpresión: The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume IX. Essays in Persuasion. MacMillan. St. Martin's Press. The Royal Economic Society, 1972.]
- 1930 ----- *A Treatise on Money*. London: McMillan.
- 1935 ----- *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Harcourt Brace.

- 1937 ----- "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics*, LI February: 209-23.
- Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics, and Crashes*. New York: Basic Books, 1978.
- King, John E. Hyman Minsky: The Making of a Post Keynesian. En: Steven Pressman (ed.) *Interactions in Political Economy. Malvern after Ten Years*. London: Routledge, 1996.
- Kregel, J. A.
- 1986 ----- "A note on finance, liquidity, saving, and investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, 9 (1): 91-99.
- 1998 a ----- *East Asia is Not México: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations* (Working Papers, 235). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- 1998 b ----- "Yes, "It" Did Happen Again. The Minsky Crisis in Asia."
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P Minsky*, Bergamo, 1998
- Lagunof, Roger D. and Stacey L. Schreft *A Model of Financial Fragility* (Research Working Papers 98-01). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1998.
- Lavoie, Marc
- 1984 ----- "The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money", *Journal of Economic Issues*, XVIII (3): 771-797.
- 1986 ----- "Systematic financial fragility: a simplified view", *Journal of Post Keynesian Economics*, IX (2) : 258-267

- Leland, Hayne E. and David H. Pyle "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, XXXII (2) 1977: 371-387
- Levy, S. Jay and David Levy *Profits and the Future of the American Economy*. New York: Harper and Row, 1983.
- Mankiw Gregory N. "The Allocation of Credit and Financial Collapse", *Quarterly Journal of Economics*, 1986: 455-470.
- Markowitz Harry "Portfolio Selection", *The journal of finance*, 7 1952:77-91
- Mayer, Martin *The Bankers. The Next Generation*. New York: Truman Talley Books/Plume, 1997
- Mehrling, Perry "The Vision of Hyman P Minsky", *Journal of Economic Behavior and Organization*, XXXIX(2) 1999: 129-258.
- Mirowski, Philip *More Heat than Light Economics as Social Physics, Physics as Nature Economics*. Cambridge [etc.]: Cambridge University Press, 1989.
- Mishkin, Frederic "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, 38 December 1978: 918-37
- Modigliani, Franco
1944 ----- "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", *Econometrica*, XII:45-88.
1958 ----- and Merton H. Miller "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, XLVIII (3) : 261-297

- Moore, Basil J.
1975 ----- "Equities, Capital Gains, and the Role of Finance in Accumulation", *American Economic Review*, LXV (5): 872-886.
"Unpacking the post Keynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply", *Journal of Postkeynesian Economics*,
- 1988 ----- *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomic of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Maljluf "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that the Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, (13) 1984: 187-221.
- Nell, Edward and Willi Semmler (eds.) *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics*. New York: St Martin's Press, 1991.
- Ohlin, Bertil "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment", *The Economic Journal*, March 1937: 53-69.
- Ortega, Eva y otros *Dating and Forecasting the Spanish Business Cycle* (Working Papers, 97/5). Florencia: European University Institute, 1997
- Papadimitriou, Dimitri
1992 a ----- Minsky on Himself
En: Steven Fazzari and Dimtri B. Papadimitriou (ed.) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance. Essays in Honour of Hyman P. Minsky*. Armonk, New York [etc.]: M.E. Sharpe Inc., 1992: 13-26.

- 1992 b ----- [editor] *Profits, Deficits and Instability*. Houndmills [etc.]: MacMillan.
- Pedersen, Jorgen *Teoría y política del dinero* [Penge Teori Och Penge Politik]. Madrid: Aguilar, 1946. [Introducción, revisión y notas por Manuel de Torres]
- Pellicer, Miguel "Los Mercados Financieros Organizados en España" *Estudios Económicos del Banco de España*. (50) 1992
- Pollin, Robert: "The Relevance of Hyman Minsky", *Challenge March-April 1997*: 75-88
- Radford R. A. "The Economic Organization of a P.O.W Camp", *Economica*, XII (48) 1945:189-201
- Raga Gil, José T "La Financiación como Elemento Básico del Crecimiento Económico: Medios de Financiación no Bancaria", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Mayo-Agosto 1972: 262-279
- Ramsey F P "A Mathematical Theory of Saving", *Economic Journal*, XXXVIII (52) December 1928: 543-559.
- Randall Wray, L.
1990----- *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*. Aldershot: Edward Elgar.
- 1991 ----- "The Inconsistency of Monetarist Theory and Policy", *Economies et Societes*, 11-12: 259-276.
- 1993 ----- *The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System* (Working Papers, 86). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

- 1994 ----- "Government Deficits, Liquidity Preference, and Schumpeterian Innovation", *Economies et Societes*, 1-2 janvier-février: 39-59.
- 1998 ----- *Money and Taxes: The Chartalist* (Working Papers, 222). Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute..
- Rochon, Louis Phillippe and Stephen B. Monroe *Credit, Money and Production: an Alternative Post-Keynesian Approach*. Cheltenham (Reino Unido): Edward Elgar, 1999
- Rubio de Urquía, Rafael (ed.) *La Herencia de Keynes*. Madrid: Alianza Editorial, 1988.
- Samuelson Paul A. and William D Nordhaus *Economía*. Madrid [etc.]: McGraw-Hill, 1999.
- Sebastián, Carlos *Las Fluctuaciones de la Economía Española (1971-1996). Un Ensayo en la Teoría de los Ciclos*. Madrid: Marcial Pons, 1997
- Schumpeter, Joseph .A.
- 1951 ----- *Ten Great Economists. From Marx to Keynes*. New York: Oxford University Press.
[Traducción: *Diez Grandes Economistas: de Marx a Keynes*. Alianza Editorial. Madrid, 1967.]
- 1954 ----- *History of Economic Analysis*. New York: Oxford University Press.
[Traducción: *Historia del Análisis Económico*. Barcelona: Ariel, 1971]
- Semmler ,Willi
- 1986 ----- [Ed.] *Competition, Instability and Nonlinear Cycles*. Proceedings of an International Conference, New

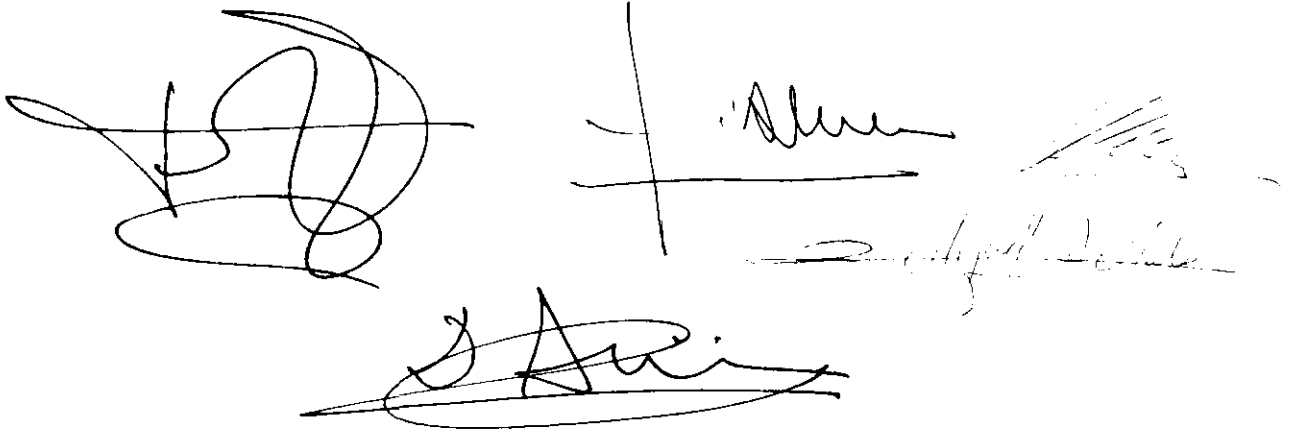
- School for Social Research, New York, USA, 1985.
Berlín; New York: Springer-Verlag.
- 1987 ----- "A Macroeconomic Limit Cycle with Financial Perturbations", *Journal of Economic Behavior and Organizations*, 8: 469-495.
- 1989 ----- [Ed.] *Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives*. Armonk [etc.]: M.E. Sharpe.
- 1993 ----- "Nonlinear Liquidity-Growth Dynamics with Corridor-Stability", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 22:
- 1994 ----- [ed.] *Business Cycles: Theory and Empirical Methods*. Boston; London: Kluwer Academic, 1994
- 1998 ----- and Levent Koçkesen "Financial Accelerator: A Model and Empirical Estimations"
Ponencia presentada en: *The International Conference: The Legacy of Hyman P. Minsky*, Bergamo, 1998.
- Sethi, Rajiv
- 1992----- "Dynamics of Learning and the Financial Instability Hypothesis", *Journal of Economics*, 56 (1) : 39-79.
- 1993 ----- *Evolution and Learning in Macrodynamic Models*. [Tesis doctoral]. New York: Economics Department, New School for Social Research.
- 1995----- "The Evolutionary Dynamics of Financial Practices", *Metroeconomica*, XLVI (3): 246-277
- 1996 ----- "Endogenous Regime Switching in Speculative Markets", *Structural Change and Economic Dynamics*, 7 : 99-118.

- Simmel, Georg *Philosophie Des Geldes*. Berlin: Duncker & Humblot, 1900 (1. Auflage).
[Traducción de Ramón García Cotarelo: *Filosofía del Dinero*. Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1977.]
- Simons, Henry C. *Economic Policy for a Free Society*. Chicago, Illinois: The University of Chicago Press, 1948.
- Skott, Peter On the Modelling of Systemic Financial Fragility
En: Amitava K. Dutt. (ed.) *New Directions in Analytical Political Economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1994
- Soros, George *La Crisis del Capitalismo Global. La Sociedad Abierta en Peligro*. Madrid: Debate, 1999.
- Stein, Jerome L. "Money and Capacity Growth", *Journal of Political Economy*, 74 October 1966: 451-465.
- Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss: "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71 June 1981: 393-410.
- Summers, Lawrence H "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?", *The Journal of Finance*, LXI (3) July 1986: 591-601.
- Taylor, Lance "A Minsky Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, C (supplement) 1985: 871-885.
- Tobin, James
1956 ----- "The Interest-Elasticity of Transactions Demand for Cash", *The Review of Economics and Statistics*, XXXVIII (3): 241-247
1958 ----- "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *Review of Economics Studies*, XXV February : 65-86.

- 1965 ----- "Money and Economic Growth", *Econometrica*, 33 (4): 671-684.
- 1969 ----- "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, I, February: 15-29.
- 1975 ----- "Keynesian Models of Recession and Depression", *American Economic Review*, LXV (2): 195-202.
- 1980 ----- [et al.] "A Model of U.S. Financial and Nonfinancial Economic Behavior", *Journal of Money, Credit and Banking*, XII (2): 259-293.
- 1981 ----- "Money and Finance in the Macroeconomic Process" [Nobel Lecture: Stockholm, 1981]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 14 (2) : 171-204.
- 1989 ----- "Review of Minsky's Stabilizing an Unstable Economy", *Journal of Economic Literature*, XXVII March: 105-108.
- Torre "Existence of Limit Cycles and Control in Complete Keynesian System by Theory of Bifurcations", *Econometrica*, Vol 45, n°6 1977.
- Varian, Harl R. *Microeconomía Intermedia*. Barcelona: Bosch, 1994.
- Viner, Jacob "Mr Keynes on the Causes of Unemployment", *Quarterly Journal of Economics*, LI, November 1936: 147-67
- Wagener, H. J. And J.W. Drukker (ed.) *The Economic Law of Motion of Modern Society. A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*. Cambridge [etc.]: Cambridge University Press, 1986.

- Weber, Max *Historia económica general* [*Wirtschaftsgeschichte*]. [1^a ed., en español, 5^a reimp.] México [etc.]: Fondo de Cultura Económica, 1942 (imp.1983).
- Weise "Minsky's view of fragility: a game theoretic interpretation", *Journal of Post keynesian Economics*, 1981
- Wittgenstein, Ludwig
 1973 -----*Tractatus Logico-philosobicus*. Madrid: Alianza Editorial.
 1988 -----*Investigaciones Filosóficas* [Philosophische Untersuchungen].
 Barcelona: Crítica.
- Whalen, Charles
 The Minsky-Simons Connection: A Neglected Thread in the
 History of Economic Thought", *Journal of Economic
 Issues*, XXII (2): 533-544.
- 1996 -----"The Veblen-Commons Award", *Journal of Economic
 Issues*, XXX (2): 353-355.
- 1991 ----- "Stabilizing the Unstable Economy: More on the
 Minsky-Simons Connection", *Journal of Economic
 Issues*, XXV (3): 739-763.
- Wood, Adrian *A Theory of Profits*. Cambridge [etc]: Cambridge
 University Press, 1975.
- Zubiri, Xabier *Estructura Dinámica de la Realidad*. Madrid: Alianza
 Editorial 1989.

Reunido el Tribunal que suscribe en el día
de la fecha, acordó calificar la presente Tesis
Doctoral con la censura de **SOBRESALIENTE CUM LAUDE**
Madrid, 29 de Junio de 2001



The image contains four handwritten signatures in black ink. The top-left signature is a large, complex scribble. The top-right signature is a cursive name, possibly 'Alfonso', with a horizontal line underneath. Below it is another signature, possibly 'Rodrigo', also with a horizontal line underneath. The bottom-center signature is a cursive name, possibly 'J. Luis', with a horizontal line underneath.

