

La hipótesis de la fragilidad financiera y el dinero

Julián Sánchez González

Universidad Autónoma de Madrid

Departamento de Análisis Económico: Teoría e historia Económica

1. INTRODUCCIÓN

Una *conjetura* heterodoxa que, en principio, se refiere sólo al modo en que la *estructura financiera* de la economía se transforma durante su desarrollo nos hace reflexionar sobre cuestiones fundamentales de teoría y de política del *dinero* que son generalmente aceptadas en nuestros días, y que, sin embargo, deberían ser objeto de crítica intensa y razonada. En estas páginas desarrollamos una investigación crítica sobre el dinero a la luz de una hipótesis singular conocida como de la *fragilidad financiera*. Cuanto mayor nos parece el atractivo de esta empresa, mayor es el desafío intelectual al que nos enfrentamos. No obstante, disentir de la ortodoxia es, en general, un reto duro y complicado.

¿Qué debemos entender por el término *hipótesis de la fragilidad financiera*? Alrededor del año 1964, el profesor norteamericano Hyman Philip Minsky (1919-1996) enuncia la evolución inherente a las finanzas capitalistas en los siguientes términos: si la estructura financiera, en el origen de su evolución, es *robusta*, debemos esperar que progresivamente haya un deterioro de la misma, y, por consiguiente, que sea, en algún momento avanzado de su expansión, *frágil*.

La definición más breve que podemos dar del concepto de *estructura financiera* de la economía es la *cantidad de deuda* que existe en ella, pero tomando su significado financiero: *la estructura de relaciones de futuros pagos comprometidos con futuros recibos con los que se espera cumplir tales pagos*. Donde la dinámica de la

estructura financiera se interpreta como expansión en el tiempo de la deuda pendiente en la economía, y donde su deterioro, entendido como aumento de la fragilidad de la estructura, es la disminución peligrosa del margen que separa los pagos comprometidos en la deuda emitida con los recibos con los que se esperaba cubrirlos. Como efecto directo del aumento de la fragilidad de dicha estructura, la economía depende en *crescendo* de fuentes extraordinarias de dinero para convalidar las estructuras de pagos heredadas del pasado, e. g. la venta de activos o la emisión de nueva deuda. Alcanzada la fase de fragilidad, la clave del buen funcionamiento del crecimiento económico se ha trasladado de los mercados de bienes y servicios a los mercados monetarios y financieros: la puerta de entrada a *una crisis financiera* se ha abierto.

Cuando la economía se concibe como estructura financiera en movimiento, su descripción convencional como un conjunto de agentes racionales e independientes que se coordinan mediante precios pasa a un segundo plano, cuando no desaparece completamente. La hipótesis tiene, pues, su origen en una visión de la economía que difiere radicalmente de la convencional. Los economistas que estén familiarizados con el pensamiento keynesiano, y con sus conceptos no convencionales de dinero, tiempo histórico e incertidumbre, aceptaran sin mayores dificultades como legado propio la visión minskiana del proceso económico general, a saber: *la calma antecede a la tormenta*.

En este artículo se recogen un conjunto de trabajos sobre el dinero inspirados en la visión de Minsky, que hemos articulado en tres bloques. Hay una teoría del dinero de naturaleza «platónica» en la sección 2, donde se investiga qué es dinero. La definición de dinero alcanzada servirá para la crítica de la política del monetarismo desde la perspectiva del dinero endógeno en la sección 3. Como estudios de economías reales, que sirvan de aplicación de la teoría crítica obtenida, presentamos dos casos en la sección 4, España antes de la desaparición de la peseta y la dolarización de las economías latinoamericanas. Las conclusiones más importantes que sobre este asunto, la relación entre *la hipótesis de la fragilidad financiera* y la teoría monetaria, hemos alcanzado se incluyen en la sección 5.

2. ¿QUÉ ES DINERO?

2.1. ¿Es símbolo o material?

Como en otras muchas disputas de raíz conceptual, detrás de las cuales suelen esconderse visiones opuestas de la realidad, en esta del dinero también podemos retrotraernos en el tiempo hasta los griegos en la búsqueda de los orígenes de los dos conceptos que se enfrentan. Así, el dinero es *símbolo* en Platón; y es *objeto material*

(preferiblemente metal) en Aristóteles, quien expresa de este modo su oposición a su antecesor (véase Schumpeter, 1954: págs. 92, 99). Pese a que la historia progresa desde entonces, parece imposible llegar a la síntesis de los términos enfrentados: la contradicción sigue con nosotros y es seguro que después acompañará a otros. Y lo que es aún más grave es que, ya sea por ignorancia, desorden de la mente u otras razones que cabe imaginar, el *nombre* dinero confunde y engaña porque, a menudo, tratamos de usar dos significados que son opuestos simultáneamente. Estamos a oscuras.

No termina aquí el problema. Esta bifurcación en el camino del pensamiento sobre la naturaleza del dinero no se presenta una vez, sino al menos dos. La primera vez aparece en el plano de la teoría del dinero; y, la segunda vez, cuando nos adentramos en el plano de la política del dinero. Ya sea que hayamos entrado o no a discutir qué es el dinero, podemos volver a hacernos la misma pregunta en el plano político, que para algunos de entre nosotros es el único que realmente importa. A saber: ¿podremos ser capaces finalmente de tratarlo como un objeto material?, no sea que hayamos fracasado en su concepción, no sea que, en efecto, resultase que, en teoría, fuese un símbolo. Se trataría de resolver este dilema de la naturaleza del dinero, símbolo frente a objeto material, en un estadio superior al de la teoría pura o del plano más filosófico de los conceptos; lo que se pretende, entonces, es salvar una visión, la única que parece reunir el consenso liberal, a toda costa. La pregunta política, que se relaciona con algunas convicciones fuertemente arraigados entre los economistas del dinero, pero no sólo en ellos, abre la disputa más reciente sobre la naturaleza endógena del dinero como oposición a su concepción exógena.

2.2. El dinero no es objeto material

Nuestra elección en el primer tramo de la investigación es tajante: *el dinero no es un tipo particular de mercancía entre las demás*, aquella que destaca entre sus iguales porque aparece siempre en todos los intercambios que se realizan en los mercados de bienes y servicios; es decir, no es *un objeto material* (dinero-mercancía) que encontraremos, en general, bien como entrega o como adquisición en alguno de los lados del mercado, la demanda o la oferta. Pero no lo es, por encima de otras consideraciones, en la realidad: no existe en ella, en general, tal identidad esencial entre los dos miembros del intercambio. Nuestra teoría del dinero se ocupa del mundo real, luego no estamos interesados en esta clase de abstracciones.

El pensamiento convencional distingue el *trueque* del *dinero mercancía*, pese a

que la diferencia de una misma mercancía usada en trueque y en otro intercambio como dinero (en ambos casos con la misma dirección venta-compra) es meramente accidental, la diferencia de la mercancía-dinero es sólo que reúne el consenso social de ser objeto de aceptación general. No se procede así en el pensamiento keynesiano, donde sí lo que se intercambia son, por poseer igual esencia, mercancías, entonces no hay nada más que trueque y sólo trueque. Los modelos ortodoxos (neoclásicos) que representan *la realidad* de este modo son, para los economistas keynesianos (heterodoxos), imágenes falsas de lo que dicen reflejar.

Sucede también que, con la intención principal de reforzar empíricamente la idea del dinero-mercancía, se suele explicar el dinero como el resultado necesario del desarrollo de una economía natural de trueque. Sin embargo, está demostrado, y no recientemente, que la economía de trueque, si por ello entendemos una sociedad de individuos en la que existe una amplia división del trabajo y desconocen el crédito como vehículo de los intercambios, no ha existido nunca (Innes, 1913: 394-395). El *dinero-mercancía* no puede ser la mutación genética sujeta a las leyes de la selección natural que supera al trueque; es decir, no es un resultado de la evolución de la economía donde hay una división del trabajo amplia y que desconoce, no obstante, cualquier otro medio de realizar sus transacciones comerciales diferente al trueque.

Esta es la lógica convencional que desarrolla el hecho del dinero a partir de la contradicción implícita en toda forma extensa de trueque, esto es, a la imposibilidad general de la doble coincidencia de deseos entre los agentes que se encuentran en los mercados. La misma existencia de esa contradicción que se toma como principio de deducciones válidas, convierte, sin embargo, en absurdo todo el resto del razonamiento tan pronto como se tenga en cuenta no al que piensa en ese mundo de imposibilidad y contradicción, quien habla, sino a los sufridos habitantes de sus pensamientos. Si nuestros antecesores eran seres inteligentes, difícilmente hubiesen perdido su tiempo tratando de resolver un juego como el de la doble coincidencia de los deseos para un mundo real donde sólo hay mercancías, puesto que en sí mismo no tiene solución alguna. Cosa bien distinta es que el economista neoclásico pueda encontrarla en un mundo ideal, existente sólo en su mente, e incluso que le interese dedicarse a tales menesteres, pues sus intereses prácticos no son los mismos que los habitantes de su mundo imaginado. Pero ellos, nuestros ancestros reales, atrapados en el mundo fatal de las mercancías que quizás heredaron de sus padres, hubiesen *creado* algo distinto de lo que nunca antes se había visto ejemplar alguno: el dinero. Y, en tal caso, sí que se hubiese producido una mutación genética lógica de su economía y cultura: surge la economía monetaria que, por selección natural, eliminaría a la de trueque.

2.3. El dinero es símbolo

Hay otro camino que seguir, por tanto, para salir del atolladero en el que nos ha metido la imagen del trueque esporádico o habitual y su mundo incoherente de mercancías: reconocer que el dinero no es una mercancía, sino algo bien distinto, un símbolo o un signo de las relaciones humanas que son necesarias para el desarrollo de una economía de mercado. Y que, por tanto, no son un resultado del mercado, sino que, al contrario, el mercado es el efecto de la existencia de dinero.

El dinero es crédito. Para la exposición del concepto dinero oportuno, desarrollaremos una idea general y abstracta de crédito. El crédito indica la existencia de una relación de *confianza* entre un par de agentes económicos, relación que se extiende, a su vez, con un mayor o menor grado entre todo el conjunto de agentes económicos que habitan en la economía. La confianza puede durar, pero no indefinidamente. Hay un momento, en el tiempo y en el espacio, en que aparece, cuando se reconoce o se otorga, y un momento en que termina, cuando se ve confirmada por los hechos, separados ambos por un intervalo de tiempo indeterminado que es su duración. En el momento en que dicha relación aparece es unidireccional. Sin embargo, para que una situación de confianza se de en estos términos necesita de un prerrequisito ético previo: *la reciprocidad*. Aunque no puede ser que haya un reconocimiento explícito y directo de confianza entre dos agentes simultáneamente, sin embargo, el fundamento lógico último de que uno dé confianza a otro es que en otro momento del tiempo la situación se invierta, esto es, que se reciba un trato recíproco. El crédito como confianza, y la reciprocidad en el trato como su fundamento lógico, es el ser del dinero.

Definir el concepto *símbolo* del dinero puede ser más esforzado o complejo que definir su concepto mercancía, puesto que, a diferencia del último, el primero necesita del concepto *tiempo*. ¿Qué es el presente de una economía?, por ejemplo. El mundo que tiene tiempo es el ámbito en que se mueve la teoría keynesiana, mientras que el pensamiento neoclásico, que encuentra dificultades en un concepto de tal envergadura, rehuye de él. A diferencia de la confianza y de la reciprocidad, para las mercancías el tiempo no existe. Es esta la razón de que en la elección ortodoxa sobre qué es dinero no hay lugar para el tiempo.

2.4. El lenguaje y las formas del dinero

La materialización de la idea abstracta de dinero en algún signo tangible, por el cual comunica su significado a los agentes económicos, no es condición alguna por la que el agente finalmente tenga conciencia del significado de lo que ve, al menos desde una concepción tradicional del lenguaje (Wittgenstein, 1988: págs. 17-19). Al revés, la imagen percibida puede ser la razón de todo el malentendido que rodea el tema del dinero. Tampoco es necesario tener conciencia de lo que es el dinero para que hagamos lo que representa, y, por tanto, para que su significado sea efectivamente comprendido por el agente económico y actúe en consecuencia, aunque sea inconsciente de ello. No se descubrió de inmediato que estamos sujetos al suelo por la fuerza de la gravedad, y, a pesar de nuestra ignorancia sobre la existencia de este pegamento y de que, a veces, estamos boca abajo, nunca nos hemos despegado a lo que nos unía.

Así, por ejemplo, no hay manera de desvelar cuál es el significado del dinero en un billete emitido por el Banco Central Europeo sin saber exactamente su movimiento. Tomar un billete, mostrarlo al que aprende nuestro lenguaje, y que cuando este lo visualice asocie a esa imagen el sonido de la palabra dinero que pronunciamos, no enseña qué es dinero. El problema radica en que su significado depende de cómo es usado por los agentes económicos, y esto quiere decir que los elementos crédito, reciprocidad y tiempo que caracterizan al dinero no son constantes, sino variables en su movimiento. El dinero se mueve, nace y muere; y, en su circulación por las distintas esferas que constituyen la economía, cambia de forma.

En el desarrollo del concepto general de dinero es preciso establecer diferentes aspectos o rasgos del mismo según la estructura de su movimiento, la cual está delimitada por la naturaleza de los agentes económicos que están implicados entre sí por el dinero. Un movimiento del dinero cuya imagen es la que representa el dinero como flujo, como circulante vital que entra y sale de las «cajas», propiedad de algún sujeto, donde temporalmente descansa en su movimiento continuo, y, sólo en apariencia, perpetuo. El dinero que es creado alguna vez ha de retornar a su origen describiendo un *círculo* desde que nace hasta que muere.

2.5. Dinero privado y dinero de Estado

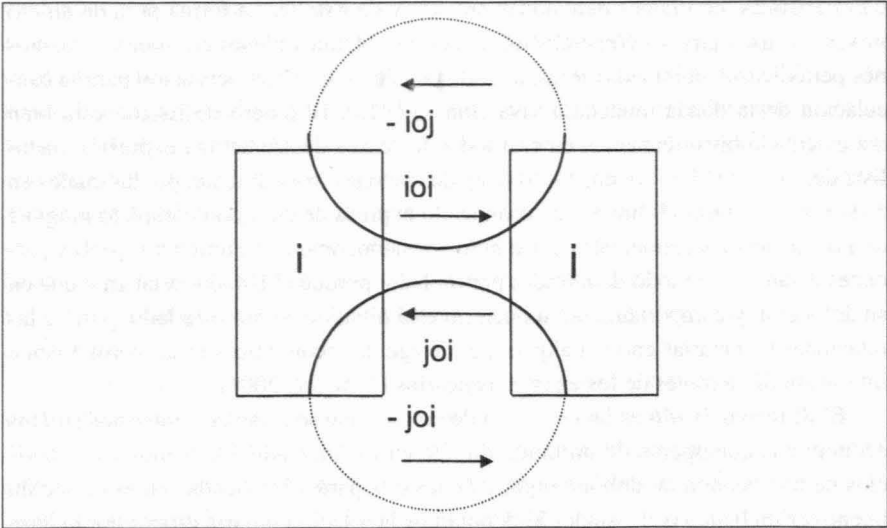
En un plano teórico, es posible definir dos formas puras de dinero que, dadas sus características, podríamos denominar *privada* y *de Estado*. La forma pura de dinero privado se usó entre los comerciantes de la Edad Media, quienes convocaban reuniones periódicas denominadas ferias a modo de cámaras de compensación para la cancelación de la deuda monetaria viva (Innes, 1913). El dinero de Estado está bien documentado históricamente, en casi todos los casos dentro de una expresión metalista del mismo (Marc Bloch, 1955). Hay dos razones, básicamente, por las cuales en nuestras economías el dinero que usamos no expresa de un modo completo ninguna de las dos formas elementales del dinero señalado, sino que combina aspectos parciales de ambos, a modo de híbrido; por un lado, porque el Estado es un ente que en su definición y comportamiento monetario está dividido, y, por otro lado, porque las relaciones monetarias entre cualquier par de agentes económicos están normalmente intermediadas a través de los agentes bancarios (Sánchez, 2001).

El dinero privado es una relación de crédito que se establece entre dos sujetos económicos que operan de un modo directo en los mercados de bienes y de servicios de una economía, donde ninguna de las dos partes implicadas en esa relación puede ser un banco o el Estado. Si denotamos la relación binaria dinero por la letra «o», indicando el término inglés *owe*, el dinero privado que se refiere a la relación entre un par de agentes cualesquiera i, j , se expresaría como ioj (i debe a j). El agente j , que vende un bien o un servicio a i , otorga un crédito a i por el importe del valor del bien que le vende. La base de esta confianza entre los agentes es la reciprocidad. En otro momento se invertirán los términos de tal relación. Esto es, surgirá más adelante en los mercados de bienes y servicios la relación joi . Cuando esto suceda, en el caso trivial de que los volúmenes de crédito mutuamente concedidos fuese iguales, el dinero creado por ambos agentes podría ser destruido. El dinero privado es, por consiguiente, dinero flujo. Expresamos esta relación sencilla a través de la Figura 1.

El dinero privado presenta, como ninguna otra forma de dinero imaginable, teórica o efectiva, todos los elementos constitutivos del concepto dinero. Manifiesta con enorme claridad las ideas de confianza y reciprocidad. Es el más fácil de entender, porque sus flujos circulan en un único plano, todas las cajas que se contemplan en su definición pertenecen a los agentes económicos naturales e imprescindibles de cualquier economía, las familias y las empresas, y la circulación entre ellas es directa sin pasar por ningún intermediario. Por último, las características esenciales del dinero

privado se exportarán a las otras formas de dinero más complejas para facilitar su comprensión: es la forma primigenia del dinero.

Figura 1. Imagen de la forma flujo del dinero privado



Dinero de Estado. Si ahora sustituimos a uno de los sujetos en esta forma del dinero primigenia, ya sea i o j , por la figura del Estado, E , aparece una forma de dinero nueva. Se trata del *dinero de Estado*. Sin embargo, si se desarrolla esta forma de dinero de un modo análogo a lo que hemos hecho para la forma privada de dinero se encontrará que la complejidad aumenta, y, la razón principal es que el número de planos por los que circula el dinero se duplica. Por ejemplo, en el caso de que el dinero de Estado elimine toda forma de dinero privado de las cajas de familias y empresas, hay dos planos absolutamente distintos de circulación del dinero de Estado, uno que comunica sólo cajas de los agentes privados entre sí, y otro que comunica Estado y agentes privados entre sí.

Las formas de dinero privado y de Estado son los extremos de las múltiples manifestaciones que podamos imaginar y ver de este fenómeno. Son ideas puras que expresan dos posibles expresiones en oposición mutua del dinero: la forma privada es igualitaria y endógena, mientras que la forma de Estado es autoritaria, por los impuestos, y exógena. Sin embargo, en la realidad, y gracias al papel de los bancos y de los comportamientos bancarios, aparecen nuevas formas de dinero mucho más

matizadas. La expresión general del dinero en nuestras economías siempre está intermediada, las concesiones de nuestra confianza en base a la reciprocidad siempre son respecto a un intermediario o banco, y raramente respecto a otro agente privado o el Estado de forma directa. Esto quiere decir que nuestras formas efectivas de dinero son un híbrido de las formas puras de dinero que hemos elaborado. Su característica esencial es que por el uso y percepción de los agentes privados es como una forma de dinero privado, pero a diferencia de ésta admite un cierre del mismo en la forma de dinero de Estado. Esto es, admite un cierre en falso desde la lógica de un dinero privado. La hipótesis de la fragilidad financiera empieza a calentarse cuando tomamos conciencia de la naturaleza impura de nuestro dinero.

3. LA CANTIDAD DE DINERO

3.1. Tiempo y dinero privado

No podemos determinar *a priori* el tiempo que una forma de dinero en la realidad puede tardar en cumplir su ciclo de vida, nacer y morir. La confianza concedida por un agente *i* cuando acepta dinero, como sabemos, debe confirmarse mediante el trato recíproco que le da algún otro agente *j*. La reciprocidad es una condición necesaria para la continuidad y repetición del proceso dinero; sin embargo, su cumplimiento implica tiempo. Desde el cero hasta el infinito se extiende la recta donde medir la duración de su ciclo. El cero representa la seguridad suprema o la liquidez absoluta, mientras que el infinito representaría nunca. La concepción del tiempo que sea aplicada al crédito determinará el grado de certeza, *incertidumbre*, que se de al comportamiento futuro de nuestros deudores, luego también la incertidumbre que supuestamente sufren nuestros acreedores.

Examinemos dos casos que corresponden al cero y sus proximidades. La introducción de dinero de Estado en la esfera privada de empresas y familias reduce a cero la duración del dinero privado al que se sustituye, pero a costa de desplazar el ciclo de vida del dinero usado en el mercado a otro plano, donde se comunican los mercados y el Estado, a través del gasto público y de los impuestos. Es en el cero, también, y en sus alrededores, horas y días, donde aparece el comportamiento bancario. El banco cambia su dinero, depósito a la vista, por el del Banco Central a la demanda del deudor. Esto es, el cierre de un depósito a la vista recién creado puede cerrar su ciclo en forma de dinero de Estado en un período cero de tiempo. El dinero, que se destruye a tal velocidad, se cierra en falso, pero es el camino por el que familias y

empresas vuelven a ser activos en la creación de su propio dinero. En un contexto donde hay autoridades, el compromiso de una mutación de dineros en un tiempo cero o próximo a cero es la esencia del comportamiento bancarios de los agentes privados, que no es exclusivo de los bancos.

Y, no obstante, el dinero tiene que estar más tiempo en circulación. El cero puede ser una característica deseada, la liquidez perfecta para el acreedor, pero no es ninguna medida significativa de la actividad económica real, por tanto, el deudor no debería satisfacer esa demanda. Cuando se observa que el ciclo del dinero es, en esencia, significativamente distinto de cero, surge su dimensión *stock*. En cualquier economía hay un stock de dinero pendiente. Esto plantea dos problemas. El primero es en qué medida se puede transformar flujos de dinero, de nueva creación, que se espera tarden demasiado en ser eliminados de la circulación por sus emisores, privados o Estado, en otras formas de deuda. El segundo se cuestiona la existencia misma de un stock de dinero: qué papel cumple y a qué agentes se les va permitir el acceso.

Para ilustrar el concepto de *tiempo* a partir del cual poder definir un aplazamiento del momento de cierre del dinero que guarda relación con la actividad que se desarrolla en los mercados de bienes y servicios, pensemos en un modelo de economía donde todo el dinero es privado (sección 2.5), llamaremos a esta clase de economía *igualitaria perfecta*. En una economía así, el cero de la escala que mide el ciclo vital del dinero no es una duración cero de tiempo real, sino un intervalo de tiempo donde se genera todo el flujo de renta. Se trata de un presente común para todas las familias y empresas que constituyen esa economía. Un agente *i* aplaza el pago, como en cualquier otra economía, si tiene un exceso de salidas sobre entradas de dinero de caja, pero, en este ejemplo, el déficit corriente de *i*, se convertirá en un stock de dinero.

La *economía igualitaria perfecta* constituye, por consiguiente, un marco de análisis donde gestar la crítica de la política del dinero basada en la creencia de que el stock de dinero es medible y sujeto a control externo, es decir, del *monetarismo*. Tiene un grado de abstracción elevado, pero comprende un conjunto de rasgos financieros esenciales que, por la aspiración de toda teoría de ser aplicada universalmente, deberá manifestarse en escenarios más complejos o en la realidad misma, posiblemente, bajo nuevas formas de dinero y crédito. Por ejemplo, se comprueba, en el dinero privado, que lo característico de un sistema financiero o de deudas es que permite el aplazamiento del pago, desde un presente a un futuro. El que usa dinero prestado para adquirir bienes, en realidad, los pagará más tarde. En el dinero privado, el aplazamiento del pago es evidente, el dinero creado para realizar las compras se destruirá más tarde. El déficit es el origen de las finanzas. Y el acceso al dinero permite

el déficit, esto es, al stock de dinero. Algo similar sucede cuando el Estado entre en escena, gracias a los bancos.

3.2. Dinero endógeno

John Maynard Keynes elaboró una teoría del dinero opuesta a la cuantitativa donde fundamenta su política *el monetarismo* (*Teoría General*, 1935: capítulo 17; Dillard, 1955). La perspectiva que adoptó cuando la creó fue, sin embargo, diferente a la que hasta ese momento le había caracterizado (*El Tratado sobre el dinero*, 1930; en Schumpeter, 1971: pág. 1180 y pág. 1209, nota 83, se dice respecto del cambio: «cada economista habrá de decidir por sí mismo si eso es un progreso o un retroceso»); el dinero, en la teoría tardía, se analizó desde el lado de la demanda o de los poseedores de riqueza. Esta teoría última de Keynes sostiene que si hay un efecto principal del stock de dinero sobre alguna dimensión de la economía real, no es ésta la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios de producción corriente, es decir, la inflación y la deflación, sino la variación del precio de los activos acumulados, entre ellos, el del capital. No desarrollaremos el análisis que condujo a Keynes a este resultado, sólo recordaremos que comienza en la determinación de los *intereses propios* del conjunto de activos en sus mercados de futuros y concluye con el establecimiento del precio del activo como stock heredado del pasado.

La negación de la teoría cuantitativa del dinero es un rasgo central de una teoría keynesiana. El dinero se incorpora a una teoría más general que la cuantitativa porque se convierte en un elemento principal de la teoría de la inversión en capital. Para lo cual se contraponen dos tipos de precios en la determinación de la inversión, a saber, el precio del stock de capital, explicado por el dinero, con el precio de producción corriente del capital, que depende del nivel de salarios.

La escasa atención de la *Teoría General*, centrada en el descubrimiento de la relación entre el stock de dinero y el doble sistema de precios, al problema de la dimensión financiera del dinero, como es su naturaleza crediticia, la necesidad de su creación y de darle fácil acceso a los agentes privados para el crecimiento económico, explica, en parte, que en los desarrollos posteriores de la teoría keynesiana por parte de autores neoclásicos se introdujera, primero, la idea del dinero exógeno, y a continuación la teoría cuantitativa del dinero. El error de los neoclásicos con Keynes no se puede explicar, no obstante, por un celo excesivo al texto y, en particular, a algunas de sus abstracciones, como la del supuesto de una cantidad dada de dinero, sino a que su sistema de pensamiento ortodoxo es cartesiano-euclidiano, inadecuado para traba-

jar con conceptos como tiempo, dinero e incertidumbre, que sí lo son en un marco estoicista-romano como el de Keynes, y que él supuso y alentó en sus lectores (Dow, 1993: pág.15).

Es necesario, por tanto, construir una teoría del dinero desde la perspectiva de su oferta tal que asuma la teoría keynesiana de los dos precios como propia, y que vuelva a poner en su lugar a la teoría cuantitativa del dinero, es decir, como un caso particular poco significativo. Esta es la perspectiva del dinero que hemos adoptado hasta ahora en nuestra investigación crítica de su teoría. Por otro lado, la idea del dinero como crédito ya existía en Keynes (véase *Treatise on Money*: pág. 14-15). Así hemos alcanzado el plano de la política del dinero; y, por segunda vez, volvemos a elegir de las dos direcciones que la investigación sobre el dinero ofrece aquella que le señala como símbolo. Una decisión que nos lleva a desarrollar una teoría endógena del dinero.

Cuando el dinero es crédito (dinero-símbolo), no hay un modo de definir qué es dinero en una economía real, empezando porque la percepción del tiempo, que consideramos subjetiva, dirá qué es y qué no es dinero para quién lo usa (bancos, Estado y familias no usan el mismo dinero); si el *presente* de un agente excede algo a las 24 horas, dinero puede ser una deuda que vence justo 24 horas después de ser comprada. En Keynes (1930), el derecho a dinero es dinero, luego la deuda es dinero. Por consiguiente, el objetivo político de controlar «la cantidad de dinero» del monetarismo no tiene sentido: la validez operativa de la ecuación cuantitativa desaparece. Va por detrás de la realidad y nunca le adelanta, porque cuando la realidad del dinero se ve alcanzada sólo entrega lo que fue, y mantiene lo que está aún vivo en nuevas formas del dinero a salvo de la mirada cuantitativa.

A la crítica teórica del monetarismo le sucede la de su política monetaria. Hay un mecanismo, no declarado públicamente, por el que las políticas deflacionistas conocen que detrás de las palabras como «cantidad de dinero» hay una realidad que da efectividad a sus deseos, el aumento de los tipos de interés y un manejo brusco e incierto en sus variaciones. Esto es, que la deflación se logra gracias al daño que se ocasiona a la estructura productiva de la economía y al empleo. Y lo que no reconoce el monetarismo como efectos de su política, el desempleo, lo ignora. Los aumentos de los tipos de interés tiene efectos perversos en la evolución de la estructura financiera de la economía capitalista en crecimiento, la hace más frágil, y provoca cambios evolutivos en los mercados monetarios que invalidan continuamente lo que hasta entonces materializaba el dinero en la economía, porque el dinero, en conclusión, es endógeno. Será una crisis financiera, alimentada por este tipo de políticas, no los tipos de interés, la razón del cambio en las expectativas de los empresarios y del final de la inversión, supuesta raíz inflacionista. Tras la *crisis financiera* se entra-

rá, si no se abandona la política liberal y monetarista, en un proceso de *deflación* (Fisher, 1933).

Una teoría del dinero endógeno comprende, en primer lugar, la racionalidad del comportamiento bancario real. El supuesto comportamiento bancario del multiplicador monetario del dinero de la autoridad (Banco Central) es *naïf*. Los bancos son agentes económicos activos que generan sus beneficios gracias a su intermediación en el mercado de crédito, esto es, a los intereses que ingresan. Los beneficios empresariales actuales y, aún más, las expectativas optimistas respecto de su evolución futura que se alimentan en un ambiente de crecimiento eufórico, que no es anómalo en el capitalismo —por ejemplo, el crecimiento espectacular de las empresas «.com» a finales del siglo xx—, son un aliciente económico para la expansión del crédito bancario a las empresas; es decir, es racional responder al estímulo de la expansión económica y financiera. Si este proceso es capaz de continuar por su propia dinámica, nos encontraríamos con una situación donde el dinero es endógeno, no sólo en tanto que no hay ninguna autoridad que lo frene, sino también por el modo en que ese proceso se desarrolla: son los agentes internos de la economía privada los que realmente dominan en el proceso de expansión financiera y monetaria de la economía. A continuación se ponen dos ejemplos donde aplicamos esta teoría heterodoxa del dinero.

4. DOS EJEMPLOS DE PAÍSES HISPÁNICOS QUE ABANDONAN SU MONEDA

4.1. España antes de la desaparición de la peseta

Disponemos de muy pocos estudios económicos que ayuden a comprender el tipo de economía en que vivimos, que la piensen desde su *inestabilidad sistémica*, y que, en consecuencia, sirvan al público más amplio posible a discutir las reformas a las que estamos sometiendo a nuestras instituciones monetarias básicas. Resulta, además, que un porcentaje elevado de investigaciones de temas monetarios y financieros se han hecho a instancias del Banco de España. Se echa en falta una mayor diversidad de las fuentes de información de la realidad financiera española. Es en este contexto de escasez y cuasi-monopolio en la información que se inscribe este estudio sobre la realidad financiera española antes de la desaparición de la peseta, en el año 1999.

Dos son las restricciones fundamentales que han obligado a acotar el estudio a un periodo muy breve, 1985-1998: a) la no disponibilidad de estadísticas financieras oficiales, algunas tan importantes como las Cuentas Financieras de la Economía Española, que sean homogéneas y se refieran a fecha anterior a 1985; b) una carac-

terística histórica diferencial española, la sucesión brusca de los regímenes políticos e institucionales que se han sucedido desde el final de la dictadura y hasta la desaparición de la peseta. La duración del ciclo observada es, en conclusión, demasiado corta para obtener conclusiones firmes.

En este contexto reducido empíricamente, tres son los aspectos que llaman nuestra atención. La evolución contracíclica de la liquidez última del sistema, el papel activo del crédito bancario en la expansión económica y la dirección desde el Banco Central de cambios en los mercados monetarios que debieran haber sido conducidos por los agentes privados.

Evolución contraria al ciclo económico de la liquidez

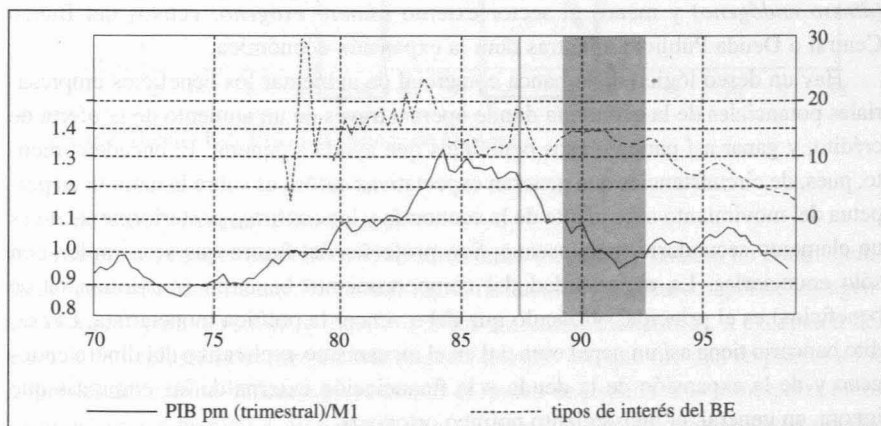
La teoría del *dinero endógeno* sostiene que, durante la expansión económica, es necesario que el dinero-crédito financie el aumento de la inversión¹, pero que, como dicho crecimiento necesario del stock de dinero alertará al Banco Central de posibles brotes de inflación, presionará al alza a los tipos de interés, lo que, a su vez, provocará finalmente cambios en los mercados monetarios. La creación de nuevos sustitutos para las formas tradicionales de dinero es lo que Minsky denominó *cambios evolutivos* en los mercados monetarios (Minsky, 1957 a).

El efecto anunciado de las subidas de los tipos de interés sobre la masa de activos líquidos del sistema es que mientras que los activos monetarios de máxima liquidez (por ejemplo, para los bancos las reservas en el Banco de España o para las familias el efectivo y los depósitos a la vista (M1)) pueden permanecer prácticamente constantes, nuevas formas de activos monetarios menos líquidos van a sostener la expansión de la liquidez necesaria en el sistema (por ejemplo, cesiones temporales de activos públicos para las grandes empresas o activos del mercado interbancario para la banca comercial). Parte de la capacidad del sistema de reaccionar ante un encarecimiento de las reservas del Banco Central depende del pasado financiero que hereda la propia economía. En concreto, se toma como punto inicial de la dinámica del sistema una abundancia de activos externos en las carteras de los agentes, por ejemplo, deuda pública. Esto no es extraño cuando se considera que el estudio moderno del ciclo en los Estados Unidos toma como punto de arranque empírico el final de la Segunda Guerra Mundial.

¹ Se trata de un prerrequisito macroeconómico: el ahorro ex-ante de la economía no puede financiar un crecimiento de la inversión no deflacionista (Minsky, 1957 b, Ohlin, 1937).

El ejemplo español contradice esta descripción de los cambios evolutivos en las formas del dinero en las distintas fases del ciclo económico. Como podemos observar en el Gráfico 1, los datos disponibles indican una relación inversa a la prevista, en teoría, entre actividad económica y el mantenimiento de los volúmenes de los activos de máxima liquidez del sistema observados por la autoridad monetaria: no permanecen constante o no crecen ligeramente durante la expansión; mientras que se produce una economía relativa de los mismos en los momentos de estancamiento económico. La velocidad de circulación del dinero es anticíclica.

Gráfico 1. Velocidad contracíclica del dinero M1 en España y tipos de interés. Fuentes: boletín estadístico del Banco de España y contabilidad nacional del I.N.E.



La política de tipos de interés practicada por el Banco de España en los años en que se está afianzando la Democracia es la principal causa de este fenómeno extraño. Los cambios monetarios sí que responden a los tipos de interés, como se puede observar en el gráfico, pero éstos suceden en contra del ciclo. En el periodo final de los años 70, cuando no hay crecimiento económico alguno, los tipos de interés no sólo son elevados, sino que experimentan cambios violentos e inesperados. La economía llega a la fase expansiva exhausta y con una base de liquidez máxima (M1) muy reducida, un mínimo en todo el período observado, en lugar de ser abundante. Sólo cabe esperar un cambio en el Banco de España, alrededor del año 84, para que se pueda dar aire a la producción y el empleo. Pero esto implica, una vez más, que el Banco de España lleva la dirección principal de los asuntos económicos. Sin embargo, como veremos a continuación, el abuso de su política monetaria acabará con su efectividad.

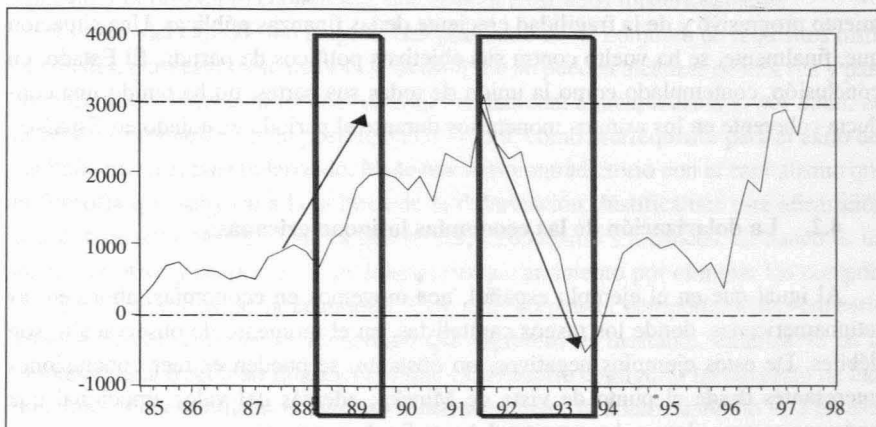
El crédito bancario a las empresas españolas

El gasto de inversión es, en un modelo simple del capitalismo, la causa del beneficio agregado (Kalecki, 1937: pág. 78-79; Levy, 1983; Minsky 1982: pág. 34-37). El volumen de beneficios generado por el gasto de inversión de todas las empresas y la capacidad de cada una de ellas por hacerse con una parte de ese total o potencial determinará, en relación con el gasto en inversión individual, la financiación externa de las empresas, esto es, su endeudamiento. El modo principal en que se concretará la financiación externa creciente es el crédito bancario, aunque permanezca relativamente constante el stock de dinero observable por el Banco Central (los pasivos bancarios). El stock de dinero deberá financiar más al sector interno de la economía (*dinero endógeno*) y menos al sector externo (*dinero exógeno*: activos del Banco Central o Deuda Pública) mientras dure la expansión económica.

Hay un deseo lógico de la banca comercial de aumentar los beneficios empresariales potenciales de la economía donde opera a través de un aumento de la oferta de crédito, y ganar así parte de esos beneficios que ayuda a generar. El encadenamiento, pues, de circunstancias que generan expectativas eufóricas sobre la naturaleza perpetua del movimiento ascendente de la economía y las confirma posteriormente no es un elemento secundario de la escena. Son profecías del futuro que se cumplen con sólo enunciarlas. La racionalidad del comportamiento bancario (maximizador de beneficios) es el principal obstáculo que debe vencer la política monetarista. El crédito bancario tiene así un papel esencial en el mecanismo explicativo del dinero endógeno y de la expansión de la deuda y la financiación externa de las empresas que ignora, en general, el pensamiento político ortodoxo.

En el caso español, véase Gráfico 2, la evolución del crédito de la banca al sector empresas, que se ajusta a lo que esperábamos en teoría, debe considerar, sin embargo, dos cuestiones. La primera de ellas es que la expansión de los pasivos bancarios observados (véase Gráfico 1) podría ser el resultado de la financiación al Estado y no a las empresas, con lo que no tendríamos un proceso de expansión económica normal, esto es, conducido por el sector privado. La segunda es que pone de manifiesto la falta de sensibilidad del Banco de España al dinero endógeno. Las políticas de control del stock de dinero tienen condicionantes para su éxito, por ejemplo, el uso de los tipos de interés durante el período de estancamiento de los años 70 y principios de los 80 agotó la efectividad de este instrumento. El Banco de España pasa entonces a la aplicación de políticas no liberales del dinero, el control directo de cantidades sustituye a los precios como instrumento de política monetaria. El racionamiento del crédito del año 89 (véase Gráfico 2) manifiesta este agotamiento de la política practicada hasta entonces por la autoridad monetaria española.

Gráfico 2. Variación del crédito bancario a las empresas en relación al mismo cuatrimestre del año anterior



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

Autoridad y mercados monetarios

España es, en este aspecto de la relación entre mercado y Estado, un contraejemplo del caso norteamericano. En primer lugar, destacamos el escaso papel de los agentes privados para constituir y transformar los mercados monetarios, a excepción del caso de la explosión del mercado de pagarés del año 89, que fue una respuesta a los controles del crédito bancario ejercido por el Banco de España. Las principales innovaciones en los mercados monetarios, v. g. la creación del interbancario, son conducidas desde la autoridad monetaria, cuando deberíamos esperar que fuesen cambios evolutivos de esos mercados.

Destaca también el carácter contradictorio de este tipo de innovaciones dirigidas desde la autoridad monetaria con sus políticas de tipos de interés o de tipos de cambios en relación con la fase expansiva o recesiva del ciclo económico. Los instrumentos de control de la cantidad de dinero (coeficientes de caja, tipos de interés, entre otros) se aplican con dureza cuando la economía está en fase recesiva y se combate a la inflación, pero al mismo tiempo se favorecen cambios en los mercados monetarios que menoscaban la efectividad de los tipos de interés sobre el stock de dinero.

El Banco de España no parece haber adecuado, en especial a mediados de los años 80, su política monetaria a la que realizaba el resto del Estado. Aunque en la práctica el dinero de Estado, que podemos representar por el del Banco de España, pueda presentarse como algo distinto del poder impositivo del Estado, lo cierto es que

la actividad monetaria del Estado debiera contemplarse en su unidad. La política de tipos de interés del Banco Central ha sido una de las causas principales del empeoramiento progresivo y de la fragilidad creciente de las finanzas públicas. Una situación que, finalmente, se ha vuelto contra sus objetivos políticos de partida. El Estado, en conclusión, contemplado como la unión de todas sus partes, no ha tenido una conducta coherente en los asuntos monetarios durante el periodo estudiado en España.

4.2. La dolarización de las economías latinoamericanas²

Al igual que en el ejemplo español, nos movemos en economías, ahora en las latinoamericanas, donde los rasgos capitalistas, en el momento de observación, son débiles. De estos ejemplos negativos, no obstante, se pueden extraer conclusiones interesantes desde el punto de vista de Minsky; además del valor emocional que podamos extraer alguno de nosotros del estudio de economías que nos son cercanas por la lengua que compartimos.

Cuando decimos que el capitalismo es esencialmente un sistema financiero, hacemos referencia a un conjunto de instituciones o prácticas que son típicas en él, algunas de ellas conocidas desde los escolásticos tardíos (Schumpeter, 1982: pág. 367). Por eso, el estudio de las finanzas es inútil si no se extiende al marco institucional en que se desarrollan. El capitalismo es, a diferencia de la economía de trueque convencional, la economía con instituciones; es la economía real que se opone a la economía pura y abstracta de los neoclásicos. Es en el ámbito de las instituciones donde debemos discutir la dolarización de una economía, porque, cuando se dolariza, lo que se produce es un cambio de su marco institucional. La economía que le sucede ya no es la misma. Lo primero que debemos decir, por consiguiente, sobre este asunto es que *la dolarización es una institución*. Intentaremos analizar de qué tipo se trata.

Las instituciones deberían ser un problema importante en la agenda de investigación de un economista. Las economías hispánicas han sufrido fracasos en sus desarrollos capitalistas que, por ejemplo, no han experimentado las economías anglosajonas, o al menos no con tanta pertinacia. Recordemos la tesis de Nadal (1975) del fracaso de la Revolución Industrial en España, o la comparación que un economista hacía de la *teoría de juegos* con Argentina, que ponía como dos ejemplos de proce-

² El profesor David Anisi nos ha sugerido el caso de la dolarización reciente de algunas economías latinoamericanas como una aplicación interesante de nuestra teoría a la realidad.

Los que comienzan a crecer con una fuerza extraordinaria, uno en el conocimiento humano y el otro en lo económico, que acaban frustrados misteriosamente.

El éxito del capitalismo exige el cumplimiento de un conjunto de requisitos institucionales, pero estos son históricos, es decir, no se pueden alcanzar de una vez y para siempre. La dolarización es una reforma institucional anticapitalista, y, por tanto, no deberá ser propuesta, como posiblemente lo será, como prerrequisito para el éxito del capitalismo en el país dolarizado. Nada hay más contradictorio con el capitalismo que la filosofía que subyace a la política de la dolarización. Justificamos esta afirmación con dos razones básicas. Una es que no hay capitalismo sin bancos. El banco es un agente creativo y no pasivo. Y la dolarización es un intento por eliminar los comportamientos bancarios de la economía. Dos, que aceptar el comportamiento bancario implica que el crecimiento económico que logramos es inestable, estamos ya en la hipótesis de la fragilidad financiera, y que es necesario configurar un conjunto de instituciones que establezcan el proceso económico, pero la dolarización no está en esta agenda reformadora para la estabilización de una economía inestable.

¿Qué es la dolarización? Se trata de un Estado que toma por su dinero lo que, en realidad, es el dinero de otro Estado; en resumen, hay una economía donde el dinero nacional es el dinero extranjero. Así el Estado ecuatoriano ha aceptado recientemente reconocer como dinero propio el de Estados Unidos. El dólar se convierte mediante esta disposición del Estado en el dinero que circula por las distintas esferas que constituyen la economía del Ecuador, familias y empresas, bancos y Estado. No es un hecho anómalo o que nos extrañe. Para la teoría cartalista del dinero, de raíz germánica, es una confirmación más de que el dinero es una criatura del Estado (Knapp, 1905; Keynes, 1930). Empezaremos, pues, señalando algunos aspectos importantes de la teoría del dinero de Estado desarrollada en la sección 2.5.

El Estado impone su dinero en los mercados sólo en tanto en cuanto es capaz de obligar al pago de impuestos a sus ciudadanos en esa forma de dinero. Los impuestos destruyen el dinero de Estado, y constituyen el elemento principal del poder del Estado sobre el dinero, el gasto público le está subordinado y es secundario. La dolarización, en teoría, no afecta a los impuestos o cómo se destruye el dinero desde el Estado; y sí lo hace sobre cómo se crea el dinero de Estado para el mercado. El Estado que admite la moneda extranjera ya no crea dinero. Esto no quiere decir que el déficit público sea cero, sólo que no se podrá financiar con dinero. El déficit público del Estado siempre que sea financiado desde el exterior, no obstante, es una fuente de dólares para el conjunto de agentes privados de la economía nacional. Seguramente un hecho no contemplado por los reformadores que propiciaron este cambio institucional. Veamos por qué.

El diseño de la política de dolarización responde a un patrón monetarista. En primer lugar, porque el stock de dinero financia un tipo específico de actividades teóricamente neutrales para la estabilidad del sistema, ninguna de las cuales es el déficit público o la acumulación de capital. Un objetivo idéntico al patrón oro: la extracción de oro o las exportaciones de bienes y servicios a otros países son las fuentes principales del stock de dinero, y las únicas actividades que financia. El monetarismo aplica su doctrina, fundamentalmente, afectando directamente el sector productivo de las exportaciones (Keynes, 1925; Sánchez, 2001: págs. 305-306). Si este rasgo está más diluido en el patrón oro, en el caso de la dolarización es evidente: no hay minas donde se produzca dicha mercancía. Y si hubiese oro en Ecuador nadie asegura que Estados Unidos lo comprará.

En segundo lugar, porque, si bien comparte con los metalistas la idea de que el dinero es cuantificable, más importante aún es que su política no es tanto mantener un control estricto de la cantidad de dinero como la de implantar un conjunto de reglas objetivas y a salvo de la manipulación de las autoridades (Simmons, 1948). El monetarismo así descrito no es otra cosa que la ampliación de la doctrina liberal, de su desconfianza del Estado y del temor a la arbitrariedad de las autoridades, al terreno del dinero. Es en este contexto liberal y monetarista que debemos interpretar el problema de la dolarización de las economías latinoamericanas.

La dolarización produce certidumbre al menos en un mercado, el de divisas. El país dolarizado establece un tipo de cambio fijo e igual a la unidad, no hay ninguna diferencia entre la moneda interior y la exterior. No todo es malo en la dolarización; el tipo de cambio fijo favorece las exportaciones del país que lo aplica. Pero favorece la deflación en el caso de que surjan desequilibrios. Supongamos que todas las exportaciones de Ecuador son dirigidas al mercado norteamericano. ¿Qué sucede si el país no exporta lo suficiente? Se explicará que los precios relativos de los bienes exportados y de los sustitutivos norteamericanos se ajustarán para corregir el déficit de la cuenta corriente que, por ejemplo, puede estar causado por inflación. Hay una creencia subyacente de la bondad del mecanismo de precios en este planteamiento. La deflación, sin embargo, dentro de la teoría keynesiana es una consecuencia nefasta justificada teóricamente (Keynes, 1935).

El crecimiento económico del país dolarizado, en conclusión, descansa en su capacidad de conseguir un superávit corriente en sus transacciones exteriores de bienes y servicios. Esto es, de su capacidad de lograr parte del total de beneficios agregados, en el sentido de Kalecki, generado por la economía norteamericana. Podemos determinar en un nivel agregado cuales son las fuentes últimas del beneficio total agregado y potencial de la economía norteamericana, entre ellos el déficit público y

la inversión empresarial, pero es más complejo determinar cuales son las variables de que depende la capacidad de la economía dolarizada de ganar una porción mayor de ese agregado de ingresos potenciales.

Detrás de la dolarización aparece, una vez más, un tópico del pensamiento convencional: el mérito moral del ahorro. Comprobaremos que se trata de una falacia. La moral del ahorro se ha impuesto, en efecto, al país dolarizado, ya que conseguir un superávit sobre otra nación es *ahorrar* renta ganada sobre el extranjero. No se dice, sin embargo, que lo que ahorra este país es déficit para el otro país con el cual intercambia sus productos. Todo el desarrollo de la economía dolarizada depende en última instancia de la existencia de deudores, pero localizados fuera de sus fronteras. La política monetarista de defensa del ahorro no es tal cuando se inscribe a la economía dolarizada en el marco de una economía internacional.

¿Podemos afirmar que en la economía dolarizada la cantidad de dinero es exógena? En sentido estricto, ni es exógena ni es endógena. Veamos por qué. No es endógena para el país latinoamericano en tanto en cuanto no guarda relación directa su stock de dólares con un proceso de expansión económica liderado por la inversión en capital, que sea el resultado del fomento directo de la inversión privada, pero sí que es desde la perspectiva del país que crea dólares, Norteamérica. No es completamente exógena, tampoco, porque el comportamiento del propio sector exportador de bienes y servicios puede modificar el stock disponible de dólares en la economía dolarizada. El posible éxito de determinados comportamientos de los agentes internos de la economía, en especial, las empresas que exportan (pero también la reducción del consumo interno de las familias), afecta la evolución monetaria del sistema. La ausencia de un dinero exógeno perfecto explica que la autoridad monetaria abandone el papel de gestor de la cantidad de dinero que aparece en otros planteamientos monetaristas, y deja esa función a la ley objetiva del patrón-dólar. Remite, por tanto, a un principio liberal superior: el de las reglas sobre las autoridades.

Hay un último aspecto institucional que debemos contemplar, nos referimos al comportamiento bancario en la economía dolarizada. La conducta de los bancos comerciales nacionales y el crédito que puedan ofrecer a las empresas de su país estará muy afectada por la disposición de los bancos norteamericanos a participar en el nuevo sistema monetario. De hecho, lo normal sería la desaparición del propio sistema bancario privado nacional y su sustitución por una banca privada extranjera, posiblemente, la norteamericana.

El interés de la banca de los países del Norte por establecer tratos con los países del Sur no es un caso nuevo, ya se ha producido en la realidad, alguna vez, la inversión masiva de dinero de los países ricos en los países pobres; por ejemplo, con la

creación de la OPEP, cuando hubo un exceso de dólares que llegaban a los bancos norteamericanos procedentes de los países exportadores de petróleo que se colocaron, finalmente, en países en desarrollo. Podría suceder, por consiguiente, que desde el exterior se tuviese interés en fomentar la actividad económica del país dolarizado, el menos desarrollado económicamente. Pero si los países del Norte no son más atentos con las inversiones que realizan en los países del Sur, se podría repetir el problema actual de deuda externa de difícil pago para los países más pobres. La dolarización sería, por consiguiente, la causa del desarrollo de una dinámica económica inestable en el país que la acepta análoga a la que presupone la *hipótesis de la fragilidad financiera*.

La sustitución de la banca nacional por la banca extranjera debería introducir un régimen capitalista más o menos cercano al norteamericano. Sin embargo, provocaría una disminución del peso específico del Estado en los países latinos de América. Esto nos hace prever, por otro lado, que en caso de que tal crecimiento económico se produzca con éxito, aumente la fragilidad de la estructura financiera, y en el sistema surjan los primeros signos de inestabilidad, no existirán mecanismos suficientes para estabilizar las economías latinoamericanas; excepto, una vez más, las intervenciones de rescate que puedan proporcionar las economías y autoridades externas, como sucede en la relación de Estados Unidos y México. Desde una perspectiva keynesiana, una descomposición del Estado, aunque justificada en muchas ocasiones por el grado de corrupción al que han llegado sus gobiernos en los países menos desarrollado, tal y como propugna la dolarización y el liberalismo, no es necesaria ni deseable. La reforma radical de algunas instituciones³, no necesariamente o exclusivamente monetarias, que puedan dar lugar a un desarrollo capitalista positivo y con éxito es mejor opción para los países pobres que el desmantelamiento de su Estado; sin olvidar que el objetivo último de la institución del mercado es la *Democracia*.

³ En algunos países subdesarrollados, por ejemplo, Bangla Desh, se está utilizando como instrumento para salir del subdesarrollo dar un mayor acceso a la población sin medios económicos al dinero, a través de bancos específicos que cumplen esa función que la banca tradicional no realiza. En estos procesos, el papel de la mujer es muy importante, son ellas las que, mayoritariamente, reciben los créditos.

5. CONCLUSIONES

La hipótesis de la fragilidad financiera se enmarca dentro de las teorías del ciclo económico de naturaleza monetaria (Haberler, 1958). La visión de Minsky pertenece al conjunto de teorías heterodoxas (Marx, Keynes y Schumpeter, etc.) que conciben que el proceso económico dinámico es inestable. Esta presenta los 3 rasgos comunes de las economías del ciclo, tal y como se define esta área a partir de la obra de Juglar y su culminación en Mitchell: *a*) es un estudio de las crisis económicas: se investigan las crisis financieras y los procesos de deflación con deuda que le suceden; *b*) comprende que los fenómenos económicos que importan son cíclicos, sin embargo, no es inevitable la repetición del fenómeno y se pueden abortar si se emprenden reformas institucionales adecuadas y a tiempo; y *c*) comparte la hipótesis de que la prosperidad es la causa fundamental de la depresión y de la crisis. Nuestra investigación se ha centrado en los fundamentos monetarios de esta teoría del ciclo, que se ha desarrollado en dos niveles, el de la teoría pura del dinero y el de la política del dinero. El dinero en ambos planos siempre es símbolo, es decir, tiene que tratarse como crédito y deuda.

En la visión del proceso económico general que hemos adoptado (minskiana), la economía es un sistema circulatorio complejo de flujos de dinero (sangre), que van y vienen entre las cajas de los agentes (células). Y, en tanto que complejo, prácticamente imposible de representar. Nos hemos dado cuenta de que la circulación del dinero no se produce en un medio homogéneo, y hemos aislado las grandes esferas por donde circula el dinero: La privada donde habitan familias y empresas, la del Estado y la de los Agentes o intermediarios del dinero de Estado y de las familias y empresas, los bancos. Obteniendo como resultado una nueva tipología del dinero, que hemos denominado las formas del dinero. Una forma de dinero es el origen de un sistema financiero. La más sencilla corresponde al dinero privado y la economía igualitaria perfecta, que es el contexto adecuado para representar el dinero endógeno.

La política del dinero de inspiración keynesiana que proponemos es el resultado de la síntesis de la teoría de los dos sistemas de precios —desarrollada en el capítulo 17 de la Teoría General (Keynes, 1935)— con la teoría endógena del dinero, que se obtiene a partir de la teoría del dinero crédito; por ejemplo, a partir de la forma de dinero privado y de la economía igualitaria perfecta a que éste da lugar. En la teoría y política del dinero que se obtiene de la hipótesis de la fragilidad financiera negamos los postulados y conclusiones ortodoxas que se basan en teoría cuantitativa del dinero.

La hipótesis de la fragilidad financiera, en suma, comprende que el stock de dinero es endógeno. El dinero no puede ser neutral porque participa en la expansión del capital, si bien la relación entre dinero y capital está tras un velo. Se encuentra en esta dimensión financiera del capital la práctica bancaria del desarrollo de técnicas que aplacen el cumplimiento de la deuda vencida: mediante el desarrollo de los mercados monetarios, se crean nuevas formas de dinero, y así se consigue disminuir la preferencia por la liquidez de dinero externo o de la autoridad. Esto explica que la dinámica del crecimiento económico vaya acompañada de una expansión financiera que transforma la estructura financiera de la economía hacia posiciones de mayor fragilidad. Si el pensamiento convencional, a diferencia del keynesiano-minskiano, no ha contemplado esta hipótesis es porque su raíz euclidiana hace difícil el tratamiento de los conceptos de *dinero, tiempo e incertidumbre*.

BIBLIOGRAFÍA

- ARIAS M., J.C., *Leviatán tras el naufragio: políticas económicas y financieras en los años 30*. Madrid: Espasa Calpe, 1992.
- BLOCH, Marc, «Esquisse d'une histoire monétaire del'Europe», *Cahiers des Annales*, (9) 1955.
- CALVO BERNARDINO, A. y GALINDO, M., «La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera», *Hacienda Pública Española*, 120/121 1992: 319-325
- 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.
- FISHER, Irving, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, 1 October 1933: 337-57.
- HABERLER, Gottfried, Prosperity and depression a theoretical analysis of cyclical movements [4th ed., new edition, 2nd impression] London: Allen & Unwin 1958 (1968 imp.)
- INNES, Mitchell, «What is Money?», *The Banking Law Journal*, 1913: 377-408.
- KALECKI, Michael, «A Theory of the Business Cycles.» *The Review of Economic Studies*, February, 1937: 77-97
- KEYNES, John Maynard, *The Treatise on Probability*, 1921. [Reimpresión: The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume VIII. A Treatise on Probability. London: MacMillan, 1973]

- «The Economic Consequences of Mr Churchill, 1925 [Reimpresión: The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume IX. Essays in Persuasion. MacMillan. St. Martin's Press. The Royal Economic Society, 1972.]
- *A Treatise on Money*. London: MacMillan, 1930.
- *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Harcourt Brace, 1935.
- «The General Theory of Employment», *The Quarterly Journal of Economics*, LI February: 1937, 209-23.
- KNAPP, Georg Friedrich, *The State Theory of money*. London: MacMillan, 1924.
- LEVY, S. Jay and David LEVY, *Profits and the Future of the American Economy*. New York: Harper and Row, 1983.
- MINSKY, Hyman Philip, *Induced Investment and Business Cycles*. [Tesis doctoral inédita, dirigida por: Joseph Alois Schumpeter y Wassily W. Leontief]. Cambridge, Massachusetts: Economics Department, Harvard University, 1954.
- «Central Banking and Money Market Changes», *The Quarterly Journal of Economics*, LXXI (2) May: 1957 a, 171-87. [Reimpresión: 1982 a: 162 -177].
- «Monetary Systems and Accelerator Models», *American Economic Review*, XLVII (6) December: 1957 b, 859-83. [Reimpresión: 1982 a: 231-257].
- Can it Happen Again? En: Deane Carson [ed.] *Banking and Monetary Studies*. Homewood, Illinois: R.D. Irwin: 1963, 101-11. [Reimpresión: 1982 a: 3-13].
- Financial Crisis, Financial Systems and the Performance of the Economy. En: *Private Capital Markets*, 1964. [Prepared for the Commission on Money and Credit Research Study]. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall: 173-380.
- «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: 1972, 97-136. [Reprinted: 1982 a: 117-161]
- «The Modeling of Financial Instability: An introduction» En: *Modeling and Simulation*, V. Proceeding of the Fifth Annual Pittsburgh Conference, 1974. Instrument Society of America: 1974, 267-72.
- *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- 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: 1977, 138-152.
- «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: 1980, 230-244. [Reimpresión: 1982 a: 14-58].
- *Can «It» Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1982.
- *Stabilizing an Unstable Economy*. [Twentieth Century Fund Report]. New Haven, etc.: Yale University Press, 1986.

- The Endogeneity of Money En: Edward Nell and Willi Semmler [ed.] *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?* New York: St Martin's Press: 1991, 207-220.
- «Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies», *Journal of Economic Issues*, XXX (2), June: 1996, 357-68
- NADAL, J., *El Fracaso de la Revolución Industrial en España, 1814-1913*. Barcelona: Ariel, 1975.
- 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.
- 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.
- RANDALL WRAY, L., *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.
- RUBIO DE URQUÍA, Rafael (ed.), *La Herencia de Keynes*. Madrid: Alianza Editorial, 1988.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, Julián, *Las formas del dinero en la génesis de la fragilidad financiera: la dimensión financiera del capital*. [Tesis doctoral]. Madrid: Departamento de Análisis Económico: Teoría e Historia Económica, Universidad Autónoma de Madrid.
- SCHUMPETER, Joseph. A., *History of Economic Analysis*. New York: Oxford University Press, 1954. [Traducción: *Historia del Análisis Económico*. Barcelona: Ariel, 1971].
- 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.
- WITTGENSTEIN, Ludwig, *Investigaciones Filosóficas* [Philosophische Untersuchungen]. Barcelona: Crítica, 1988.
- WHALEN, Charles, «The Minsky-Simons Connection: A Neglected Thread in the History of Economic Thought», *Journal of Economic Issues*, XXII (2): 533-544.
- ZUBIRI, Xabier, *Estructura Dinámica de la Realidad*. Madrid: Alianza Editorial, 1989.