

Papel del Exceso de Deuda en las Crisis Económicas

**Compendio por Mario Arrubla con base en
artículos y ensayos de Steve Keen**

PARTE I

ÍNDICE

1. Las crisis según el modelo de Minsky

¿Un 'cisne negro'? – La economía eufórica – Entran los Ponzis – El juego de la deuda y de los precios.

2. La falla de los bancos centrales

El boom del dinero tomado en préstamo – El olvido de la deuda privada – Cuanto más se paga, más se debe.

3. Macroeconomía de la deuda privada

El dinero tiene efectos reales – La estabilidad capitalista es desestabilizante – Los esquemas Ponzi conducen al colapso.

1. Las crisis según el modelo de Minsky

La Crisis Financiera Global desatada por el crack de 2008 fue ampliamente considerada por la economía neoclásica dominante como un fenómeno imprevisto, impactante, que no tenía por qué ocurrir, pero fue un acontecimiento anunciado por un grupo de economistas no-neoclásicos de las escuelas austríaca y post-keynesiana. En el presente texto se incluye un bosquejo del enfoque post-keynesiano para lectores no familiarizados con este tipo de literatura. Se indica también, de manera breve, cómo la economía post-keynesiana llegó a diferenciarse netamente de la economía ortodoxa. Para este efecto, se utilizan los criterios distintivos de la macroeconomía post-keynesiana actual y sus indicadores de turbulencia macroeconómica.

¿Un 'cisne negro'?

“Yo no conozco a nadie que haya predicho este curso de acontecimientos ...Lo que hemos visto es un verdadero *'tail event'* –un tipo de acontecimiento que los procesos normales de pronóstico nunca predicen”, afirmaba en el mismo año del crack el gobernador del Banco de la Reserva de Australia Glenn Stevens. Por ese entonces los economistas empezaban a hablar de “cisnes negros” en referencia a acontecimientos de improbable ocurrencia. Esa concepción expresaba sucintamente la ceguera neoclásica frente a la ‘Crisis Financiera Global’. La crisis no fue prevista por ninguno de los modelos neoclásicos –al contrario, en 2007 todos esos modelos predecían la continuación de la Gran Moderación de que hablara en 2004 Ben Bernanke, quien iba a ser presidente del Banco Central de Estados Unidos de 2006 a 2014. Un año antes del crack la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico –foro de 35 países, entre ellos los más desarrollados, comprometidos con la democracia y la economía de

mercado- observaba que “la situación económica actual supera en diversas formas lo que hemos experimentado en muchos años”.

Después de estos pronósticos desatinados, la crisis continúa siendo vista por los constructores de modelos neoclásicos como un acontecimiento inherentemente impredecible, en razón de la amplia escala de choques exógenos que siempre pueden ocurrir y que son imposibles de prever. Por la misma época en que concluía la Gran Moderación –período de veinte o veinticinco años iniciado a principios de los 1980’s en que se creyó que el capitalismo había superado por siempre los ciclos y las crisis- el mundo se enteró de que en ciertos territorios, apartados y salvajes, existían realmente cisnes negros. La imagen del “cisne negro”, que en el campo de la economía prácticamente significaba inexistencia, debió ser matizada también en este campo: en el mundo un poco salvaje del capitalismo todavía hay y puede seguir habiendo sorprendentes cataclismos financieros con consecuencias recesivas globales.

La verdad es que muchos economistas heterodoxos (en primer lugar los post-keynesianos) predijeron el presente curso de acontecimientos con varios años de antelación. Dirk Bezemer, del departamento de economía de la Universidad de Groningen, Holanda, en un artículo de 2009 identificó doce analistas que realizaron, antes del estallido de la crisis, estudios seriamente detallados que advertían de manera pública sobre una crisis inminente inducida por el sector de las finanzas. El estudio de Bezemer tuvo en cuenta cuatro criterios: primero, sólo fueron incluidos los analistas que aportaron alguna justificación sobre la manera en que alcanzaron sus conclusiones; segundo, los analistas debían haber ido más allá de predecir la crisis de los bienes raíces, mostrando también las implicaciones depresivas para el sector real de la economía, y haciendo un análisis sobre esa conexión; tercero, la predicción hecha por los analistas debió haber estado al alcance del público, más bien que haber sido sólo comunicada a colegas o amigos; finalmente, la predicción debía contener un

cálculo de tiempo. Sólo dos de los doce individuos identificados por Bezemer emplearon modelos matemáticos: Wynne Godley y Steeve Keen, con dos indicadores comunes: desequilibrios sectoriales y la ratio entre la deuda privada y el Producto Interno Bruto (PIB). La predicción del economista australiano Steve Keen combinaba un estudio de los datos macroeconómicos con un análisis complejo de la 'Hipótesis de Inestabilidad Financiera', de Hyman Minsky (1977).

Los modelos post-keynesianos enfatizan la dinámica y el desequilibrio, antes que la estática y el equilibrio; no contemplan pues un equilibrio a largo plazo hacia el cual la economía tendería espontáneamente. La 'Hipótesis de Inestabilidad Financiera' de Hyman Minsky ha llegado a ser una perspectiva unificante del campo de la economía post-keynesiana, cristalizando las diferencias del enfoque de esta corriente heterodoxa en relación con el modelo neoclásico. Como Minsky es relativamente desconocido para los economistas neoclásicos, es importante sintetizar aquí sus análisis.

La economía eufórica

Un principio básico de Minsky es que un modelo de capitalismo debe incluir las depresiones como uno de sus resultados posibles. Como escribió Minsky en 1982, “¿Puede ello –una Gran Depresión– ocurrir de nuevo? Y si puede ocurrir, por qué no ha ocurrido desde el fin de la Segunda Guerra Mundial? ...Para responder estas preguntas es necesario tener una teoría económica que considere las grandes depresiones como una de las situaciones en que nuestro tipo de economía capitalista puede llegar a encontrarse”.

Así, un principio minskyano es que el capitalismo es inherentemente inestable. Es un sistema expuesto a fallas, propenso a booms, crisis y depresiones. Esa inestabilidad, según Minsky, se debe a ciertas características del sistema financiero que lo hacen consistente con el verdadero capitalismo. El sistema financiero ha de poder moverse por impulsos provenientes de lo que llamaba Keynes los espíritus animales

–resortes espontáneos que llevan a la acción. Las finanzas producen señales –y esta condición objetiva es lo más importante– que inducen en los empresarios un deseo impulsivo de invertir, y en los bancos y fondos financieros el deseo de otorgar, de manera acelerada, préstamos para financiar las aventuras empresariales.

El modelo normal de un ciclo financiero minskyano comienza cuando la economía se desempeña en buenos términos (la tasa de crecimiento económico iguala o excede la que se necesita para reducir el desempleo), pero las firmas son conservadoras en el manejo de su portafolio (la ratios de la deuda respecto al capital propio es baja, y la ratio de las ganancias respecto al interés que debe ser pagado es alta), y esa actitud conservadora es compartida por los bancos, que sólo están dispuestos a conceder préstamos en caso de déficits momentáneos de flujos de caja o para inversiones de bajo riesgo.

La causa de esta aversión al riesgo –universalmente experimentada en las fases iniciales del ciclo– obedece a la memoria de grandes fallas financieras

no muy lejanas en el tiempo, cuando muchos proyectos de inversión fracasaron, muchas firmas fueron incapaces de pagar los dineros tomados en préstamo y muchos bancos tuvieron que registrar las malas deudas como cuentas incobrables. En razón de experiencias recientes de esta índole, los dos lados de las relaciones de crédito (prestatarios y prestamistas) prefieren evaluar de manera sobria las perspectivas de los flujos de cash. Así, las primas de riesgo (incluidas en la tasa de interés) son regularmente altas.

La combinación de una economía en crecimiento y de inversiones financiadas en forma conservadora hace que la mayoría de los proyectos tengan éxito. Gradualmente, dos cosas resultan evidentes para los directores de empresa y para los banqueros: "Las deudas existentes son fácilmente pagadas y las unidades empresariales que estaban muy endeudadas gozan de prosperidad. Eso demuestra que paga apalancarse" (Minsky). El resultado es que tanto los empresarios como los banqueros llegan a ver como excesivas las primas de riesgo cargadas en los

intereses. Los proyectos de inversión empiezan a ser evaluados siguiendo estimativos menos conservadores sobre las perspectivas de los flujos de cash, de modo que con las expectativas más altas suben también la inversión y los precios de los activos. La atenuación general de la aversión al riesgo, por consiguiente, desencadena el crecimiento de la inversión y el aumento del precio de los activos (bienes tangibles y financieros propiedad de una firma, que pueden ser fuente de ingreso monetario), fenómenos que constituyen el fundamento tanto del boom como del colapso final.

Para financiar los niveles más altos de inversión y la compra especulativa de activos se requieren más fondos externos (o sea, distintos a las ganancias generadas por las empresas), y esos fondos externos pueden conseguirse porque el sector bancario comparte el optimismo de los inversionistas. El nivel aceptable de deuda con respecto al capital propio sube con la prosperidad de los negocios, el crecimiento del crédito se acelera y la liquidez relativa de las unidades empresariales decrece.

Esto marca el comienzo de lo que Minsky llama “la economía eufórica”, donde tanto los prestamistas como los prestatarios creen que el futuro está asegurado, y por tanto que la mayor parte de las inversiones tendrán éxito y las deudas serán pagadas. Los precios de los activos, que componen el patrimonio de una entidad o persona, son corregidos al alza cuando se considera que las evaluaciones previas estaban basadas en cálculos conservadores y eran por tanto equivocadas.

Las instituciones financieras aceptan ahora, para sus clientes y para sí mismas, estructuras de endeudamiento que en un clima de expectativas más sobrias serían rechazadas. La liquidez de las firmas es disminuida por las ratios más altas de deuda respecto al capital. Cuando el endeudamiento de las firmas y su bajo nivel de liquidez resultan evidentes, aumentan los intereses que es preciso pagar por instrumentos financieros altamente líquidos (fácilmente convertibles en dinero), lo que dispara en el

mercado la tasa de interés, incluso cuando las autoridades monetarias no hacen ningún intento de controlar el boom aumentando esa tasa. Con todo y ello, y por algún tiempo, el costo mayor del crédito no es suficiente para moderar el ímpetu de la economía eufórica, y así los participantes en el mercado de derivados financieros continúan demandando préstamos puesto que las ganancias que esperan (o sueñan) de sus inversiones especulativas exceden de lejos las tasas de interés incrementadas. La demanda de crédito deja de responder elásticamente al aumento de la tasa de interés.

Entran los Ponzis

El clima de euforia permite también la proliferación de financieros Ponzi. Estos capitalistas son inherentemente insolventes, pero en un mercado eufórico obtienen ganancias con el tráfico de activos, asumiendo grandes deudas en el proceso: “Un negocio financiero tipo Ponzi es una unidad especulativa

cuyos flujos de ingreso a corto plazo son menores que los compromisos de pago de intereses que debe atender en el mismo lapso, de manera que en algún momento futuro la deuda pendiente crecerá por causa de los intereses corridos sobre la deuda existente. Así, las unidades Ponzi sólo pueden cumplir sus obligaciones de pago adquiriendo nuevos préstamos (o vendiendo activos). ...Una unidad Ponzi debe aumentar las deudas pendientes” (Minsky).

El costo de servir la deuda por parte de los deudores Ponzi excede los flujos de efectivo de su negocio, pero ello no determina un freno a sus operaciones: la valorización del capital que los negocios “ponzianos” tienen en mente supera de lejos los costos del servicio de la deuda. Por tanto, esos deudores juegan un papel importante en el aumento de la fragilidad del sistema ante un eventual –y a la larga inevitable– retroceso del valor de los activos.

El aumento de las tasas de interés y las ratios crecientes de la deuda respecto al patrimonio neto afectan finalmente la viabilidad de muchas activi-

dades económicas, reduciendo el grado en que las ganancias cubren los intereses, convirtiendo en negocios especulativos numerosos proyectos que al comienzo estaban estructurados de manera conservadora, y confiriendo una fisonomía Ponzi a otros que –en la conceptualización de Minsky– eran especulativos pero no habían tenido antes aquella peligrosa fisonomía. Los negocios Ponzi se verán obligados a vender activos para atender el servicio de la deuda –y esta entrada de nuevos vendedores en el mercado de activos pinchará el crecimiento exponencial de los precios. Con el fin del boom de precios, los financieros Ponzi se verán ahora en posesión de activos que no pueden ser vendidos de manera lucrativa, y con niveles de deuda que no pueden atender usando los flujos de cash de los negocios que controlan. Los bancos que financiaron las compras de esos activos descubren ahora que sus principales clientes no pueden pagar sus deudas –y ese hecho conduce inicialmente a exigencias de más altos intereses por parte de los bancos. De repente, la liquidez es mucho más valorada; los poseedores

de activos ilíquidos intentan venderlos en busca de dinero líquido. El mercado de activos es inundado por esas ofertas. Los precios caen, la euforia da paso al pánico y el boom se convierte en un hundimiento. (Piénsese en los especuladores que compraron títulos valores infectados por hipotecas *subprime*, en la caída de los precios de esos títulos valores cuando cesó el alza de los bienes raíces y cuando muchas familias con deudas hipotecarias dejaron de pagar, en la quiebra de hecho de las entidades que otorgaron préstamos a especuladores y familias, y en el rescate de bancos y fondos por el conjunto de la sociedad a través del estado, para salvar al sector financiero).

El juego de la deuda y de los precios

Con el colapso del boom, el problema fundamental para la economía es la divergencia excesiva entre las deudas incurridas con el fin de comprar activos, y los flujos de cash producidos por los activos comprados (medios de producción operados con fines de ganan-

cia, títulos financieros que generan dividendos y rentas). Los intereses que es preciso pagar por el monto de las deudas contraídas no se reducen nominalmente (y menos realmente) por el hecho de que, en un declive económico, los activos adquiridos gracias a esas deudas, además de perder valor, arrojen menos beneficios. En tal momento, el nivel de precios de los bienes corrientes es una variable cuya respuesta es decisiva para la economía real y en especial para la industria.

Minsky sostiene que si la tasa de inflación es alta en el momento de la crisis, ello favorece las perspectivas de recuperación de la economía (los empresarios podrán vender sus productos a buenos precios y pagar así más fácilmente las deudas en que incurrieron durante el boom). Aunque el colapso del boom hace que la inversión caiga y el crecimiento económico se frene, los flujos sostenidos de cash permiten salir de la crisis con un ritmo menor de crecimiento y con alta inflación, pero con pocas bancarrotas y un nivel más bajo de liquidez. De esa manera, aunque este curso incluye los "males"

gemelos de la inflación y un bajo crecimiento, se trata de un mecanismo auto-corrector que evita un hundimiento prolongado. Sin embargo, pronto se restablecen las condiciones para que el ciclo se repita, y para que el capitalismo reemprenda el curso sinuoso que le es propio.

Si la tasa de inflación es baja en el momento de la crisis, entonces los flujos de cash permanecerán inadecuados en relación con las estructuras de deuda existentes. Las firmas cuyas obligaciones de pago de intereses exceden sus flujos regulares de ingresos se verán obligadas a adoptar medidas extremas: tendrán que vender activos, hacer el intento de aumentar sus flujos de cash a costa de sus competidores –es decir, hacer ventas con márgenes nulos de ganancia–, o entrar en quiebra. En contraste con una situación inflacionaria, esas tres clases de acción tienden a deprimir aún más el nivel de precios, exacerbando así, para el conjunto de la economía, el desequilibrio original entre deudas e ingresos regulares. Por consiguiente, la ruta de la deflación de

precios no es auto-correctora sino más bien auto-reforzante de la crisis, hecho que constituye pieza central de la explicación minskyana del proceso.

Básicamente, en su esquema Minsky describe una economía en ausencia de un sector gubernamental. Con un gobierno grande, el cuadro cambia gracias al déficit fiscal y a las intervenciones del Banco Central. Con un sistema de seguridad social desarrollado, el colapso del flujo de cash que ocurre cuando un boom se convierte en pánico será parcialmente suavizado por el aumento del gasto del gobierno –los clásicos ‘estabilizadores automáticos’, aunque vistos esta vez desde un punto de vista principalmente monetario. El hundimiento del crédito también puede ser atenuado o incluso revertido por una rápida acción del Banco Central con vistas a aumentar la liquidez. Por tanto, aunque Minsky sostenía que la inestabilidad financiera era inevitable, de otra parte pensaba que las depresiones podían ser combatidas por una combinación de los déficits de un “gobierno grande” y las

intervenciones del Banco Central como prestamista de último recurso –“siempre, además, que establezcamos y pongamos en marcha una buena sociedad financiera, que frene la tendencia de empresarios y banqueros a comprometerse en finanzas especulativas” (Minsky).

2. La falla de los bancos centrales

En 2001 los bancos aparecían triunfantes. La inflación, el azote de los años 1970's y 1980's, había sido superada, los efectos del estallido de la burbuja de las empresas puntocom habían sido contenidos, las economías en todo el mundo estaban en expansión y los precios de la vivienda mostraban un marcado ascenso. Llegó entonces la crisis de las hipotecas *subprime* (suscritas por clientes de alto riesgo), y la situación que se creó vino a recordarnos una de las primeras funciones de los bancos centrales: evitar que el mundo vuelva a tener una Gran Depresión,

vale decir, evitar una repetición de la experiencia de la década de 1930.

El boom del dinero tomado en préstamo

Aparentemente, la situación económica de Australia (recuérdese: Keen es australiano) no presentaba signos alarmantes en el momento del crack norteamericano: la inflación y el desempleo eran bajos. Pero también la tasa de crecimiento era baja y existía un enorme déficit de la balanza comercial. El hecho es que el optimismo reinaba en los medios empresariales y políticos, por lo que la opinión discordante de Steve Keen lo llevó a asumir el papel nada grato de Cassandra. Pero Keen explicó que las cosas no podían considerarse normales cuando la normalidad incluía una tendencia insostenible al endeudamiento. El crecimiento acelerado de la deuda privada tiene que llegar a un punto de ruptura. Hasta que se llegue a ese punto, la economía está inundada por la deuda, y muy pronto no será posible continuar obteniendo créditos.

El siguiente es el detalle de las explicaciones dadas por Keen. Cuanto más dinero se tome prestado, más severo será el shock cuando la corrección finalmente ocurra. Y el shock afectará de manera directa y crítica a la demanda agregada. El gasto agregado es la suma de los ingresos más el aumento de la deuda (o, más exactamente, la suma de los ingresos modificada por los cambios en la deuda). La situación es crítica a causa del acelerado crecimiento de la deuda en relación con el Producto Bruto Interno (PBI). En 1963, la deuda era sólo el 25 por ciento del PIB, por lo cual un proceso de desapalancamiento (reducción del sobreendeudamiento) habría tenido entonces un impacto relativamente menor en la demanda de bienes y servicios, y el resultado no habría sido crítico para la economía. Pero con una deuda equivalente a 153 por ciento del PBI, como la existente en 2008, y con un aumento exponencial de los intereses, es fácil que comiencen los incumplimientos de pago y que surja una crisis de confianza (“un ataque de realidad”) entre los acreedores. Ello conduciría

tarde o temprano a una deflación de la deuda, con un fuerte impacto en la demanda, y la perturbación consiguiente de la vida económica. Así, el pesimismo expresado en su momento por Keen respecto a la economía de su país no estaba basado en una simple disposición del ánimo: en algún momento, el mayor ritmo de crecimiento de la deuda en comparación con el crecimiento del PBI significaría un desequilibrio imposible de corregir sin traumatismos, que llevaría a una recesión (impagos, contracción crediticia, baja inversión productiva en respuesta a la caída de la demanda, alto desempleo).

Los bancos centrales olvidaron la deuda

El mundo no estaba en 2007-08 en una depresión, pero una condición previa para ello se había desarrollado delante de las narices de los bancos centrales: una deuda privada excesiva. De hecho, los niveles de deuda eran dos veces más altos que en 1929 en Estados Unidos, por lo que no es extraño

que la crisis financiera haya causado grandes estragos. En el momento del crack del mercado de acciones de octubre de 1929, la deuda en Estados Unidos era el 150% del PBI; hoy esa ratio es casi el doble: el 290%. En países como Australia, el aumento de esa ratio ha sido todavía mayor. Ello no ha ocurrido por casualidad, sino en parte porque los bancos centrales son manejados por economistas de la facción neoclásica dominante, que ignoran las lecciones de la Gran Depresión. La falsa lección predicada por la economía neoclásica es que la economía de mercado es fundamentalmente estable, y que la Gran Depresión fue causada por las autoridades monetarias que restringieron el crédito después del crack del mercado de acciones, en lugar de aumentarlo. Pero la verdadera lección que puede aprenderse de las crisis es que una economía de mercado presidida por el crédito es fundamentalmente inestable, y que una depresión seria ocurre cuando la especulación financiada con crédito produce un exceso de deuda privada en el mismo momento en que la inflación es baja. Los bancos

centrales, bajo la mala guía de la teoría económica convencional, ignoraron el papel de la deuda privada en el sistema económico; más bien creyeron que la función que a ellos les correspondía era mantener baja la inflación. Con su mirada neoclásica centrada en la tasa de inflación ignoraron la expansión de la deuda privada, y lo mismo hicieron las tesorerías y las agencias económicas internacionales. De ahí que el colapso del orden económico mundial tomara a los economistas por sorpresa. Estaban concentrados en sus modelos matemáticos, que ignoran la deuda privada (ie incluso el dinero!), en lugar de mirar al mundo real, donde la deuda es rey.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por su sigla en inglés), en su análisis sobre la economía mundial en mayo de 2007 (poco tiempo antes del comienzo del crack financiero), pronosticó un escenario de estabilización: un suave aterrizaje en Estados Unidos, una recuperación acentuada y sostenida en Europa, una trayectoria sólida en Japón y una actividad exuberante en China e India. En todas partes, una fuerte creación

de empleo y la caída del desempleo. Ante semejante desacierto, resulta lastimosamente obvio que no puede confiarse en el pensamiento económico imperante para explicar dónde estamos, cómo llegamos aquí, dónde podríamos terminar, y qué deberíamos hacer para evitar las peores consecuencias.

Para responder los anteriores interrogantes, conviene dirigir la atención hacia un gran economista que acertó, pero que fue ignorado por la profesión económica: Irving Fisher. Antes del crack de 1929, Fisher cometió un grave error de juicio con desastrosas consecuencias prácticas para él mismo. Nueve días antes del crack, hizo la fatídica predicción de que los precios de las acciones habían alcanzado de manera permanente una elevada meseta. Ante la precipitación de la crisis perdió su prestigio como economista, que era muy grande en los años veinte; y perdió además diez millones de dólares, que constituían su capital como propietario de una firma. Afortunadamente, Fisher respondió a esa terrible experiencia dedicándose de tiempo completo, durante tres años, a reflexionar sobre la Gran

Depresión, y en 1933 publicó el importante artículo 'Teoría de las Grandes Depresiones por Deflación de Deuda', que iba a señalar de manera acertada lo esencial del asunto. Su tesis era que una gran depresión se producía cuando demasiada deuda era acompañada de precios en caída. Los dos factores claves que causaban una depresión eran una deuda excesiva y precios decrecientes. Mientras los economistas ortodoxos construían sus modelos como si la economía estuviera permanentemente en equilibrio, en el mundo real la economía estaba siempre en desequilibrio. Incluso aceptando que existe en la economía una tendencia al equilibrio, "nuevas perturbaciones, humanamente hablando, ocurren de manera segura, así que, de hecho, cualquier variable está casi siempre por encima o por debajo del equilibrio ideal". Muchos factores pueden jugar en una depresión, pero sólo como acompañantes de los dos mencionados: el exceso de deuda y la baja de precios. Así, por ejemplo, la sobre-inversión y la sobre-especulación pueden ser importantes, pero no serían decisivas si no fueran

realizadas con dinero tomado en préstamo. Lo mismo ocurre con la confianza. El exceso de confianza sólo hace gran daño cuando lleva a sus víctimas a adquirir cuantiosas deudas.

Cuanto más se paga, más se debe

Después del crack de 1929, cuando la deuda comercial era dominante, muchas firmas debieron enfrentar compromisos de pago que no podían atender con sus flujos normales de efectivo. Apelaron a ventas forzadas –a muy bajos precios– para tratar de conseguir el dinero que precisaban, y puesto que muchos deudores en dificultades bajaban a la vez sus precios, el nivel general de precios descendía. Incluso las firmas que lograban reducir sus deudas en términos nominales veían que sus ingresos por ventas bajaban más que su deuda, experimentando la ‘Paradoja de Fischer’: cuanto más pagan los deudores, más deben en proporción a su ingreso; cuanto más se balancea el barco de la economía,

más cerca está de hundirse; no tiende a enderezarse, como quiere la visión del mercado como corrector de desequilibrios, sino a volcarse. En los años treinta, después del crack que suprimió muchas deudas por bancarrotas, la relación de la deuda con el Producto Bruto Interno continuó creciendo durante algunos años, y de otro lado continuaron bajando la producción y los precios. El desempleo fue tan severo que quedó grabado por siempre en la mente de la humanidad: en Estados Unidos pasó en tres años de menos de 1% a 25%.

La crisis, cuya ocurrencia la teoría económica había dado por descartada, desacreditó el pensamiento económico convencional y creó un ambiente favorable para la visión de John Maynard Keynes (Fisher, con su reputación arruinada después de haber asegurado en 1929 que el auge estaba llamado a durar, fue ampliamente ignorado, aunque su explicación sobre cómo ocurrían las depresiones era superior a la de Keynes). Cuando el mundo emergió de la Guerra Mundial que siguió a la Gran Depresión, la

llamada Economía Keynesiana pasó a dominar la profesión, y los neoclásicos, antes reinantes, fueron ignorados. Sin embargo, una de las más acertadas observaciones de Keynes se cumplió un tiempo después. En su obra principal escribió que era improbable que sus ideas fueran verdaderamente aceptadas por la profesión económica, pero que ello no dependía de su complejidad sino de la dificultad que todos tenemos de desprendernos de las viejas ideas en que hemos sido formados. En efecto, los economistas académicos, aunque ahora se decían keynesianos, continuaron en su gran mayoría aferrándose a las viejas ideas "neoclásicas" (especialmente en el área de la microeconomía, que Keynes no trabajó). Cuando la experiencia de la Gran Depresión se alejó en el tiempo, la economía académica produjo un híbrido injertando las ideas macroeconómicas de Keynes (estudio de los indicadores globales o agregados) en el tronco de la microeconomía neoclásica (centrada en el comportamiento de los agentes particulares), híbrido que fue llamado 'la Síntesis Keynesiana-Neoclásica'.

Cincuenta años después el injerto keynesiano fue rechazado completamente del cuerpo de la economía dominante. Los economistas de escuela volvieron a afirmar que la economía de mercado se corrige por sí misma, y los profesionales entrenados en esa creencia vinieron a dominar las tesorerías y los bancos centrales de los países capitalistas más importantes. Ignoraron los niveles de deuda privada, favorecieron la desregulación de las finanzas, e impulsaron de hecho la especulación con los bienes raíces y los activos financieros.

3. Macroeconomía de la deuda privada

La deuda privada es ampliamente ignorada por la macroeconomía convencional. Ese es un tema clave en el enfoque de Minsky, que rechaza la visión neoclásica del dinero como un “velo sobre el trueque”, una suerte de instrumento sistémicamente insubstancial que se limita a favorecer los intercambios de bienes y servicios y ser objeto de

atesoramiento. Los monetaristas, seguidores de Milton Friedman, niegan la importancia de la cantidad de dinero expresada en términos de la unidad monetaria: si el número de dólares en existencia se multiplica por cien, ello no tiene ningún efecto si los precios de bienes y servicios también se multiplican por cien. Pero los monetaristas que así razonan olvidan una condición anotada en algún pasaje por el mismo Friedman: y es que, para que el efecto de la multiplicación del dinero sea nulo, en el ejemplo dado también los activos y pasivos, los bienes propios y las deudas u obligaciones deben multiplicar sus precios por cien.

El dinero tiene efectos reales

Cuando ocurre un aumento de precios, la condición señalada y olvidada por Friedman no se cumple, dado que en la vida real los activos y pasivos no están indexados a la tasa de inflación. Los precios de bienes y servicios suben, pero no los activos y

pasivos –o no al mismo ritmo. En macroeconomía las magnitudes monetarias importan, porque ellas inciden en nuestra capacidad de atender los compromisos financieros adquiridos con anterioridad. Con el aumento de los precios, los productores se benefician con un flujo de cash incrementado, que reduce en términos de valor real el importe de sus deudas.

El enfoque minskyano de la economía considerada a un nivel agregado reconoce el efecto real del dinero en la vida económica, así como la importancia del tema de la deuda privada. Ello le permitió a Steve Keen anunciar con una anticipación de varios años la gran crisis financiera de 2007-08. El modelo de creación endógena de dinero creado por Keen en 2009 es consistente con los datos empíricos sobre la dinámica monetaria. Ese modelo explica la tendencia del sistema financiero a proveer tanto dinero-crédito como las firmas y los hogares demanden o estén dispuestos a aceptar, y contempla además el impacto probable de una contracción del crédito sobre la actividad económica. Enfocar en su conjunto la deuda privada (firmas y hogares sumados), es

algo que oscurece el papel del aumento de la deuda de los hogares en los últimos quince años. La importancia de esta última deuda, y la pasividad relativa de los hogares en comparación con las firmas, ilustra el hecho de que la responsabilidad última de las burbujas de deuda privada corresponde, no a la exuberancia irracional de los prestatarios, sino a las prácticas de creación de crédito por parte de los prestamistas.

La estabilidad capitalista es desestabilizante

El modelo creado por Keen en 2009 debe ser ampliado, sin embargo, de manera que incluya un aspecto de la 'Hipótesis de Inestabilidad Financiera' de Minsky que tiene una importancia vital en la dinámica actual de la deuda: se trata del dinero tomado en préstamo para financiar, no la inversión productiva, sino las especulaciones tipo Ponzi con precios de activos. Esta ha sido la principal característica del crecimiento de la deuda desde

1990, y ello vale en particular para la deuda de los hogares. La especulación, más bien que la inversión, fue en gran medida el destino de los préstamos. El objetivo primario de la deuda hipotecaria era la compra de viviendas existentes más bien que la financiación de nuevas construcciones. Tanto las familias como los especuladores con paquetes de hipotecas se endeudaron bajo la expectativa de un aumento continuado de los precios de la vivienda.

Permítasenos repetir aquí las líneas principales del curso cíclico descrito por Minsky. La hipótesis de Minsky considera un organismo capitalista en el curso del tiempo, empezando por la fase en que la economía crece de manera estable pero las firmas y los bancos permanecen conservadores sobre los niveles de deuda –cosa natural en los años posteriores a una crisis. La combinación de una economía relativamente tranquila y una conducta cuidadosa en la inversión significa que la mayor parte de los negocios emprendidos tienen éxito. En esas condiciones –como ya hemos dicho

anteriormente– dos cosas saltan a la vista: las deudas existentes son pagadas y las unidades que estaban pesadamente endeudadas prosperan: paga pues endeudarse. Como resultado de ello, las firmas y los bancos llegan a considerar que las primas o recargos de intereses por consideraciones de riesgo son excesivos. Los proyectos de inversión empiezan a ser evaluados de manera menos conservadora, y las expectativas favorables aumentan las inversiones y los precios de los activos. Los riesgos parecen cada vez menores, lo que permite un despegue del crecimiento con base en la inversión financiada con deuda. Esas son las raíces del boom y de su final colapso. En la clásica fórmula de Minsky, “La estabilidad –o tranquilidad– en un mundo con un pasado cíclico e instituciones financieras capitalistas, es desestabilizante”. La economía entra en una fase caracterizada por Minsky como “la economía eufórica”, donde tanto prestamistas como prestatarios creen que el futuro está asegurado y, por consiguiente, que la mayor parte de las inversiones tendrán éxito. Los precios de activos son revaluados

al alza, pues las evaluaciones previas se ven como realizadas sobre bases equivocadamente conservadoras. Las instituciones financieras, tanto en relación con sus clientes como con su propio funcionamiento, aceptan ahora estructuras de deuda que "esas instituciones habrían rechazado en un clima de expectativas más sobrio" (Minsky).

La inflación de precios de activos en un clima de euforia económica permite obtener provechos del comercio de activos en un mercado en alza (como ocurrió bajo el boom de la vivienda), originando una clase de especuladores que Minsky llamó "financieros Ponzi", según el nombre del afamado estafador italoamericano Charles Ponzi. Esos especuladores incurren de buena gana en deudas, cuyo servicio y costos superan los ingresos provenientes de los activos comprados, porque esperan poder vender esos activos con una ganancia. Los intereses crecientes que deben ser pagados para servir las deudas fuerzan finalmente tanto a los inversionistas especuladores como a los no especuladores a vender sus activos de capital para cumplir sus compromisos,

y la entrada de vendedores adicionales al mercado de activos frena el alza exponencial de precios de la cual dependen los especuladores tipo Ponzi. Los "ponzianos" principales entran en bancarrota, poniendo fin de manera abrupta a la economía eufórica e iniciando otra crisis sistémica inducida por deuda.

Los esquemas Ponzi conducen al colapso

El modelo descrito incluye una dinámica de precios de activos, así como de deuda. Pero la esencia de una economía dominada por las especulaciones tipo Ponzi es que las deudas adquiridas no agregan nada a la capacidad productiva. El sistema presenta ciclos de auge y caída, con el nivel de endeudamiento subiendo con el tiempo hasta que, finalmente, las deudas adquiridas en la fase avanzada del ciclo superan ampliamente la capacidad de la economía para servir las, y viene entonces una depresión. Los

niveles de deuda producidos por préstamos otorgados bajo un esquema especulativo Ponzi son mucho más altos y más frágiles que sin la presencia de este esquema, razón por la cual esos niveles causan finalmente no una simple caída cíclica sino un completo colapso económico. Aunque el modelo de Steve Keen tiene que ser adaptado a los datos actuales, sus líneas básicas corresponden cualitativamente a los patrones que condujeron a la crisis financiera global.

Si la Reserva Federal no hubiera rescatado a Wall Street de sus excesos en 1987, podría haber habido una depresión moderada. Los niveles de deuda en Estados Unidos eran entonces un poco más bajos que en 1929: 159 por ciento del Producto Bruto Interno contra 173 por ciento cuando el Gran Crack. Pero la demanda financiada con deuda en 1987 era una fracción relativamente pequeña de la demanda agregada: sólo el 13 por ciento, de manera que el desapalancamiento (liquidaciones de deuda) se habría producido a partir de una base más baja. La

inflación era también más alta en 1987 -4.5% contra cero en 1929-, de manera que la carga de la deuda resultaba menos pesada. Finalmente, la mayor parte de la deuda estaba a cargo de las firmas, que pueden eliminarla más fácilmente que los hogares (por distintas vías: despido de trabajadores, aplazamiento de inversiones, entrada en bancarrota). De otra parte, la corriente de préstamos para financiar negociaciones con derivados financieros y con activos titulizados apenas comenzaba en 1987.

En los años recientes había problemas más serios que permitían pronosticar una depresión. La deuda norteamericana era proporcionalmente mucho mayor que en 1929, y la demanda financiada con deuda llegó a ser casi la cuarta parte del total de la demanda, de manera que los efectos del desapalancamiento eran tan drásticos que podían anular los intentos del gobierno de reactivar la economía. Los hogares tenían más deuda que las firmas, y la propiedad de esa deuda estaba diseminada en la sociedad norteamericana y en el extranjero a través

de títulos valores derivados de hipotecas o en forma de paquetes conformados por un revoltijo de deudas en que las hipotecas sobre bienes raíces tenían la mayor participación.

--Julio 2017--