

ENTENDIENDO LA INESTABILIDAD FINANCIERA: MINSKY VS LOS AUSTRIACOS*

LUDWIG VAN DEN HAUWE

I

INTRODUCCIÓN: LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y LA MACROECONOMÍA HETERODOXA

A raíz de la crisis financiera global (en adelante, CFG) y la subsiguiente Gran Recesión, ha crecido la percepción generalizada de que la economía ortodoxa resultó inútil para predecir, abordar e incluso imaginar la mayor crisis financiera en ochenta años en las economías avanzadas. Este hecho constituye una clara prueba del error sistémico bajo el que se encuentra la profesión económica (Colander et al. 2011; Kates 2010, 2011; Rodríguez et al. 2014; Wolf 2014)¹.

* El original en inglés está publicado por Éditions Universitaires Européennes, 2019. La traducción al español ha sido realizada por Pablo Yusta.

¹ Actualmente, la CFG se trata en la mayoría de los libros de texto de macroeconomía ortodoxa desde la perspectiva de los marcos convencionales IS-LM y OA-DA, y la información que contienen suele ser útil. Véanse, por ejemplo, Blanchard y otros (2010); Gordon (2012); Mishkin (2013), Sorensen y Whitta-Jacobsen (2010). En este documento consideraré dos enfoques heterodoxos para interpretar la CFG, sus causas, consecuencias e implicaciones políticas. En concreto, el enfoque heterodoxo del difunto Hyman Minsky (1919-1996) que se ha convertido en destacado en cuanto a influencia y a prestigio entre los intérpretes de la CFG que comenzó en 2007-8. Adoptaré una perspectiva crítica respecto al enfoque de Minsky desde la perspectiva de la Economía Austriaca. No es difícil de constatar la creciente influencia de la economía de Minsky desde la crisis financiera global. Claramente el *mainstream* ha descubierto a Minsky (Wray 2016, 8 y siguientes). Ver también: Bhattacharya y otros (2011); D'Apice y Ferri (2010); Eggertsson y Krugman (2012); Flandes (2015); Rosser y otros (2012). Richard C. Koo, en su aclamado libro *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap* (2015), cita a Minsky como uno de los pocos economistas que han abordado seriamente el problema de las burbujas de activos. Como la mayoría de los lectores estarán familiarizados con la teoría austriaca del ciclo económico, no presentaré un relato elaborado de sus características básicas. Cabe mencionar, entre otros, a Garrison (2001; 2005) y a Huerta de Soto (2012). Las obras sobre el tema de Mises y Hayek, como se explica y

Según Minsky, la economía debería incluir la posibilidad de que ocurran crisis severas, no como resultado de shocks externos, sino por causas endógenas que emergen del interior del sistema. Las crisis, según Minsky, han demostrado ser una característica que se repite en las economías capitalistas. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (en adelante, HIF) postula una economía capitalista en la que los diferentes ciclos económicos no aparecen a causa de shocks exógenos: la hipótesis sostiene que los ciclos históricamente se generan a partir de la propia dinámica interna de estas economías y de otras causas como el sistema de intervenciones y regulaciones diseñadas para mantener la economía operando dentro de unos límites (Minsky 1994 [2012] 547)².

No menos importante ha sido el esfuerzo de los economistas de la Escuela Austriaca por explicar y comprender los acontecimientos que condujeron a la CFG y a la consiguiente recesión económica (Cachanosky y Salter 2017). Sin embargo, todavía no existe un consenso en si los enfoques Post-Keynesiano y Austriaco son complementarios, parcialmente complementarios o incompatibles³.

Al menos un autor ha sugerido que ambos enfoques son complementarios y no incompatibles. Escribiendo sobre la crisis financiera, el economista keynesiano Leijonhufvud (2009, 742) observa que:

“En un régimen en el que los tipos de interés tienen que cumplir unos requisitos basados en el índice de precios al consumidor (IPC), la Reserva Federal se vio obligada a mantener los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo. El resultado final fue una inflación en los precios de los activos combinada con

analiza en el libro de Huerta de Soto *Money, Bank Credit and Economic Cycles* (2012), siguen siendo de lectura obligatoria.

² En términos muy generales, Minsky siguió a Marx, pero, como se explicará más adelante, el resultado de este proceso no es una crisis de *realización* sino más bien una crisis de *validación* en la que los compromisos de pago de las deudas no se pueden cumplir con los ingresos corrientes (también Kregel 2013).

³ La mayoría de autores simplemente destacan ciertas similitudes superficiales. Véase, por ejemplo, Vikram Mansharamani, quien escribe que “la teoría del ciclo económico Austriaco es similar en muchos aspectos a la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky”. (2011, 36).

un deterioro general de la calidad del crédito (...). Estas consecuencias no están contempladas por la teoría Keynesiana, sino que están relacionadas con la idea Austriaca de la “sobreinversión” (o malinversión). Sin embargo, Mises y Hayek no profundizaron en el análisis del lado financiero durante esos momentos de sobreinversión, y paradójicamente, es un tema que nos interesa 80 años después. Para un análisis completo de ese tema hay que recurrir a Hyman Minsky”.

Para abordar esta cuestión con mayor precisión es necesario examinar con más detalle las respectivas teorías. Por lo tanto, se hará un estudio crítico no sólo para analizar las analogías y divergencias entre ambos enfoques, sino también para sugerir algunas líneas de posible investigación futura, indicando áreas en las que puede existir alguna influencia cruzada entre ambas teorías o incluso que se pueda plantear una integración teórica parcial⁴.

II

PREPARANDO LA ESCENA: KEYNES, MINSKY, Y LA ESCUELA AUSTRIACA

1. Keynes vs. la Escuela Austriaca

El debate Hayek vs. Keynes, que convencionalmente se dice que comenzó con la revisión de Hayek en dos partes del *Tratado sobre el Dinero* de Keynes, fue, en parte, una continuación de los debates en el Siglo XIX sobre el papel del ahorro, el gasto público, la inversión privada y los déficits presupuestarios (Hayek 1931-2; Keynes 1930 [2011]; O'Driscoll 2011). Sin embargo, en los debates contemporáneos sobre estas cuestiones no existen prácticamente referencias a

⁴ La motivación o el fundamento de desarrollar este estudio puede parecer poco sólida, pero esta impresión es errónea. Los economistas Austriacos tal vez recuerden cómo Hayek finalmente se arrepintió de no haber revisado nunca la *Teoría General* de Keynes; por lo tanto, no se debería ahora dejar de prestar la debida atención al trabajo cada vez más influyente de Minsky. Sobre Hayek versus Keynes, ver también Backhouse (2014).

los debates que tuvieron lugar durante los Siglos XIX y XX, parece como si no hubieran existido (O'Driscoll *ibíd.* 36). A pesar de eso, y aunque la mayoría de los modelos que han surgido recientemente proceden de una perspectiva más o menos “Keynesiana”, en los últimos años se ha argumentado que debería reconsiderarse la vía “Hayekiana” y el enfoque Austriaco aparece con mayor frecuencia entre los análisis macroeconómicos de los economistas del *mainstream* (Koppl y Luther 2012; Cachanosky y Salter 2013).

Recientemente se ha intentado vincular la economía Austriaca y la Keynesiana integrando la estructura productiva intertemporal y los triángulos de Hayek con la función de consumo Keynesiana descrita en la “síntesis neoclásica” Samuelsoniana (Garrison 1978; Skousen 2015). Aunque estos intentos han sido recurrentes por parte de algunos autores Austriacos, su validez puede ser cuestionada sobre la base de que, como es sabido, existen varias interpretaciones de la *Teoría General* de Keynes. Es decir, existen grandes diferencias entre los intérpretes sobre el significado del libro y de su idea o mensaje principal. Además, desde la CFG han surgido dudas respecto si la “síntesis neoclásica” expresa adecuadamente la esencia del mensaje que pretende Keynes, por lo que el modelo de Skousen-Garrison es quizás más una síntesis Hayek-Samuelson que una Hayek-Keynes.

Un marco conceptual más preciso para el estudio de estos procesos de insostenibilidad dinámica lo proporciona el modelo de procesos acumulativos de Wicksell (1936 [1965]), sobre el que trabajaron muchos economistas a principios del siglo XX: tanto Hayek, en su modelo del Ciclo Económico, como Keynes, en su *Tratado sobre el Dinero*. De hecho, la llamada Conexión Wickselliana, o Conexión Austro-Wickselliana, propició durante la década de 1930 una convergencia entre las teorías de Hayek y Keynes sobre el dinero, el capital y el ciclo económico. Sin embargo, poco después, la afinidad entre ambos enfoques desapareció y de esta manera, la Conexión Wickselliana comenzó a estar prácticamente ausente de la corriente macroeconómica del *mainstream* (Goodspeed 2012)⁵.

⁵ Generalmente, la Conexión Wickselliana consiste en tres elementos primarios y estrechamente interrelacionados. El *primero* es que el dinero importa. El núcleo de la

2. Keynes vs. Minsky

Los economistas Post-Keynesianos se distinguen de otros intérpretes de la obra de Keynes por seguir dos características: son el principal grupo que enfatiza la importancia de las expectativas y de la incertidumbre como fuerza motriz de la *Teoría General*, y combinan esta visión con una intensa dedicación en la comprensión del Capítulo 17: “The Essential Properties of Interest and Money”, y en el papel del dinero en las “finanzas” (Meltzer 1988, 285). Minsky no es una excepción. Sin embargo, Minsky cree que el análisis de Keynes en el Capítulo 17, aunque es intuitivo, es incompleto porque no introduce las estructuras de deuda y los compromisos de pago que éstas conllevan (Minsky 1975 [2008]). Por lo tanto, Minsky describe ese capítulo de la siguiente manera:

“Con el fin de aprovechar las ideas allí expuestas debemos de introducir algunos ajustes, como incluir de manera explícita las estructuras de deuda y someter el argumento a un marco cíclico-especulativo. Si realizamos estas modificaciones, el mensaje del Capítulo 17 llega a ser de gran utilidad ya que nos da las herramientas para poder explicar por qué se produce el auge exagerado de las inversiones especulativas y por qué dicho auge contiene, en el desarrollo de una crisis económica, las semillas de su propia destrucción. “(ibíd. 77).

Conexión Wickselliana, en contraste con los enfoques de ascendencia Walrasiana, consiste en la integración de la parte real con el análisis monetario. Esto está íntimamente relacionado con el *segundo* elemento de la Conexión de Wickselliana, que es la identificación de la coordinación intertemporal como el problema central de la macroeconomía. La economía Wickselliana da un amplio margen a los posibles fallos de coordinación, con las “fuerzas oscuras del tiempo y la ignorancia” siempre dispuestas a perturbar la coordinación entre el ahorro y la inversión. El *tercer* y último elemento que constituye la Conexión Wickselliana se refiere a que el problema de la coordinación intertemporal de la actividad económica está estrechamente ligado a las cuestiones relativas a la dispersión, adquisición y distribución de la información y los conocimientos. Véase también Leijonhufvud (1981a, 131-202). Leijonhufvud (1981b, 133) propuso una clasificación de los teóricos macroeconómicos en dos grandes teorías diferentes denominadas: “Teorías de ahorro-inversión” y “Teorías de la cantidad”. Keynes está clasificado por Leijonhufvud como Wickselliano. Esta categorización ha sido cuestionada y rechazada por Garrison (1992, 144). La propia interpretación de Minsky sobre Keynes difiere notablemente tanto de la de Garrison como de la de Leijonhufvud.

Se ha argumentado que a Minsky no se le debía considerar intérprete de Keynes, sino que su HIF debe considerarse como una extensión o una reformulación, y no una “interpretación” de Keynes. Al igual que la teoría Austriaca, la teoría de Minsky es una teoría que explica el auge y el punto de inflexión máximo en los ciclos económicos. Sin embargo, las explicaciones de Keynes se centran en la recesión y en el punto de inflexión mínimo del ciclo. Minsky “se enfrenta” al auge, Keynes a la recesión (De Antoni 2010). Aunque la reelaboración del ciclo de Minsky a partir de la *Teoría General* difiere de muchas otras interpretaciones alternativas aceptadas, el propio Minsky la considera muy fiel a la verdadera visión y mensaje de Keynes.

3. Minsky vs. la Escuela Austriaca

La idea de Minsky de un auge que contiene “las semillas de su propia destrucción” guarda, de hecho, muchas similitudes con las formulaciones típicas de la teoría Austriaca de la expansión y la recesión. La percepción de que la interpretación de Minsky de la *Teoría General* es una variante de la teoría Keynesiana del ciclo económico y que, sin embargo, no es muy diferente e incluso se asemeja en algunos aspectos a la teoría Austriaca, no es del todo errónea. No obstante, esta observación está sujeta a críticas y a revisiones. De hecho, a pesar de ciertas similitudes, especialmente en el papel del dinero y de las instituciones bancarias en el desarrollo de los ciclos económicos, y a pesar de que Minsky proporciona una perspectiva cíclica de la *Teoría General*, su trabajo no encaja muy bien en el marco de la *Conexión Wickse-lliana*.

Uno de los elementos fundamentales de la *Conexión Wickselliana* se relaciona con la identificación de la coordinación intertemporal y del mecanismo de los tipos de interés como el problema principal de la macroeconomía. Aunque en el análisis de Minsky se expone la relación negativa entre la inversión y el tipo de interés, en su teoría los tipos de interés juegan un papel secundario. Les da mayor importancia a otros determinantes de la inversión, como a las expectativas de ganancias o a la confianza. Los Austriacos, por

su parte, no rechazan la postulación teórica sobre el papel de la confianza o los “espíritus animales” (animal spirits) *per se*, pero sostienen que es importante examinar más detenidamente la forma en que los “Grandes Jugadores” (Big Players) afectan a la confianza del resto de actores de la economía como resultado de su posición dominante (Koppl 2014, 130-1). La opinión que se mantendrá aquí es que la compatibilidad Minsky-Wicksell es algo dudosa⁶.

Minsky se inspiró en la teoría de la deuda-deflación de Fisher, que claramente influyó en la elaboración de su propia teoría de la deuda-deflación (Fisher 1933; Minsky 1986 [2008] 192). La teoría de la deuda-deflación de Minsky enfatiza el papel del mercado de activos. Al igual que en la explicación de Fisher, la venta de urgencia puede ser contraproducente, como cuando el mercado de activos y la venta de urgencia se retroalimentan mutuamente. La caída de los precios de los activos refuerza la deflación a través de un *efecto de riqueza negativa*. Este círculo vicioso puede dar lugar a un proceso de deuda-deflación. La teoría Austriaca, por el contrario, no es una teoría de la depresión *per se*, sino más bien una teoría del auge insostenible. Los Austriacos reconocen que los cambios en la estructura de capital pueden dar lugar a una espiral descendente tanto en los ingresos como en los gastos, que fue descrita por Hayek como la “depresión (o deflación) secundaria” —enfaticando el hecho de que el problema principal era otra cosa: la mala asignación intertemporal de los recursos— (Hayek 1979, 40-41; Garrison 2001, 75). Si bien los Austriacos reconocen el hecho de que una mala situación puede empeorar, en general sostienen que la espiral que conduce a una profunda depresión se explica por la intervención gubernamental en varios niveles que frustra el ajuste automático del mercado al limitar las oportunidades de intercambio.

Para continuar con una evaluación crítica del modelo de Minsky, en el siguiente apartado se presentará una síntesis de la HIF de Minsky.

⁶ No existe ninguna referencia a Wicksell en los tres libros de Minsky. Sin embargo, Detzer y Herr (2015, 115) argumentan que Minsky siguió el enfoque Wickselliano.

III LA HIF DE MINSKY VS. LA TEORÍA AUSTRIACA DEL CICLO ECONÓMICO: CONTRASTE DE LAS EXPLICACIONES SOBRE LA INSOSTENIBILIDAD DINÁMICA Y DEL PUNTO DE INFLEXIÓN

1. Máximo en los Ciclos Económicos

Las dos piedras angulares del análisis de Minsky son su “teoría de la inversión”, que trata las formas en las que se financia la inversión; y los procesos acumulativos⁷.

El núcleo del análisis de Minsky es una teoría sobre la financiación de la inversión según la cual la inversión es esencialmente impulsada por: (i) la diferencia entre el precio de demanda y el precio de oferta de los bienes de capital; (ii) el volumen de la financiación interna. La expansión de la empresa depende de su acumulación de capital a partir de los beneficios corrientes (también Kalecki 1965 [2009], 92).

En cuanto al **primer factor**, “el *precio de demanda* de un bien de capital depende del valor actual neto de sus beneficios o flujos de caja esperados (cuasi-rentas) y del valor subjetivo que le demos a atesorar dinero o activos muy líquidos como posición defensiva ante la incertidumbre: estas valoraciones dependerán de las expectativas a largo plazo que se tengan sobre el desarrollo de la economía. El *precio de oferta* de los bienes de capital se basa en las previsiones sobre la demanda a corto plazo y en los salarios monetarios. De manera que los precios de oferta (...) dependen de las expectativas a corto plazo. Los precios de demanda y de oferta de los bienes de capital se basan en expectativas formadas bajo horizontes temporales diferentes: los precios de demanda de los bienes

⁷ En esta sección presentaré un resumen del análisis de Minsky sobre la fragilidad e inestabilidad financiera. La literatura Post-Keynesiana contiene varios excelentes resúmenes que he usado libremente, además de los tres libros de Minsky. Ver en particular: Assenza y otros 2010; Bellofiore y Ferri 2001a y 2001c; De Antoni 2010; Faz-zari y Papadimitriou 1992; Kregel 2013; Mehrling 1999; Papadimitriou y Wray 2010; Wray 2016; entre otros.

de capital bajo expectativas a largo plazo y los de oferta bajo expectativas a corto plazo." (Minsky 1982, 94-5)

En cuanto al **segundo factor**, Minsky señala que la inversión que puede ser financiada por la deuda hoy depende de los flujos de caja que esperan tanto los prestatarios (empresas) como los prestamistas (bancos) mañana. Cuanto mayor sea el flujo de caja efectivo respecto a los compromisos de pago de la deuda, mayor será la tasa de cumplimiento de los contratos, lo que influirá de manera positiva sobre la confianza tanto de banqueros como de empresarios y provocará un mayor volumen de inversiones financiadas a través de fondos externos.

La teoría de la inversión de Minsky puede ser representada con ayuda de la figura 1. La cantidad de bienes de capital (inversión) se mide en el eje x y los "precios" de los bienes de capital en el eje y . Minsky hace una distinción entre el **precio de oferta** (P) que suponemos, por simplicidad, igual al nivel de precio medio y el **precio de demanda** (V), que corresponde al valor actual neto de las cuasi-rentas estimadas por unidad de capital. Suponemos que coincide con el precio de las acciones. La inversión puede financiarse en parte a través de liquidez interna, que coincide con el patrimonio neto (A), y en parte a través liquidez externa.

Para un precio de oferta dado (P_0) y un nivel de fondos propios (A_0), es posible determinar el volumen de inversión (K_0) máximo que puede ser financiado por medio de liquidez interna, que será en el que se cumpla $K_0=A_0$. Suponemos así que las cuasi-rentas aumentan proporcionalmente con el patrimonio neto. Por lo tanto, podemos calcular el precio de demanda (V_0) como una función creciente del volumen de fondos propios (A_0) (Assenza et al. 2010, 185).

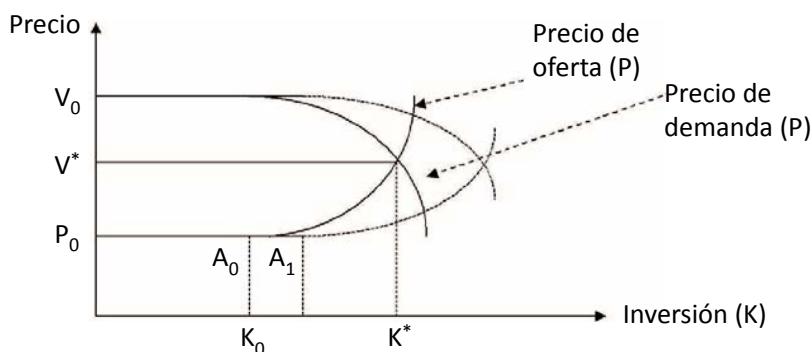
Si la empresa pretende invertir un volumen superior a K_0 , deberá adquirir fondos externos en el mercado de crédito. En este caso, los bancos deberán ser remunerados por el riesgo que asumen (riesgo del prestamista), lo que provocará que el precio de oferta de los bienes de capital de la empresa aumente respecto al precio inicial (P_0) en el que la inversión se financió en su totalidad con fondos propios. **La curva del precio de oferta (P)** se mantiene constante en P_0 hasta que se alcanza el volumen máximo de inversión financiada con liquidez interna K_0 y crece a partir de entonces. De la misma manera, si la empresa elige un nivel de inversión

mayor que K_0 , el riesgo de quiebra de la empresa (riesgo del prestatario) aumenta y las cuasi-rentas esperadas disminuyen, por lo que el precio de demanda (precio de las acciones) disminuirá por debajo del inicial V_0 . **La curva del precio de demanda (V)** se mantiene constante en V_0 hasta que se alcanza el volumen máximo de inversión financiada con liquidez interna K_0 , y disminuye a partir de entonces.

El volumen de inversión en equilibrio (K^*) y el precio de los bienes de capital en equilibrio (V^*) se determinan en la intersección de la curva del precio de oferta, que tiene pendiente positiva porque asume el riesgo del prestamista, y la curva del precio de demanda, que tiene pendiente negativa porque asume el riesgo del prestatario. El volumen de inversión en equilibrio depende del volumen de la financiación interna y del grado de riesgo del prestatario y prestamista, que afectan a las pendientes de las curvas V y P: $K^*=K(A_0)$.

Si aumenta la disponibilidad de fondos internos de A_0 a A_1 se originará un alargamiento de las curvas V y P hacia la derecha, provocando un aumento de la inversión, como se muestra en la figura 1.

FIGURA 1: TEORÍA DE LA INVERSIÓN DE DOS PRECIOS DE MINSKY



La HIF se basa en la distinción entre esquemas de financiación cubiertos, especulativos o Ponzi; “para **esquemas cubiertos**, los flujos de caja esperados son superiores a los compromisos de pago de las deudas corrientes (*principal + intereses*) en cada período. Para

esquemas especulativos, los flujos de caja esperados son superiores a los compromisos de pago de las deudas corrientes, sin embargo, en algunos periodos, los compromisos de pago totales a corto plazo exceden los flujos de caja generados a corto plazo, pero esos flujos de caja generados en el corto plazo (...) sí superan los pagos de intereses de la deuda a corto plazo, *por lo que sólo se necesita refinanciar el principal hasta vencimiento*. Un **esquema Ponzi** es una estructura de financiación especulativa en la que el flujo de caja generado a corto plazo no es suficiente para pagar los intereses de la deuda a corto plazo, de modo que, en algún momento, la deuda pendiente aumentará debido a los intereses de la deuda, *en estos casos se necesita refinanciar el principal y los intereses hasta vencimiento*. Tanto las unidades especulativas como las Ponzi sólo pueden cumplir sus compromisos de pago de la deuda pidiendo prestado (o enajenando activos)." (Minsky 1982, 22-3)

En una "era tranquila" tanto los prestatarios como los prestamistas esperan que los flujos de caja futuros sean más que suficientes para validar la deuda. Los precios de los activos, al incorporar estas expectativas, aumentarán por encima de los precios de producción habituales, lo que provocará un estímulo para las inversiones que, a su vez, impulsará la producción, los beneficios y el empleo. En este momento, los procesos acumulativos de Minsky, basados en la interdependencia entre la inversión y los beneficios, entran en juego. La interdependencia entre la inversión y los beneficios se convierte en la base de una espiral ascendente que afecta a todas las variables, excepto a los riesgos de prestatarios y prestamistas, que se reducen a medida que se producen los efectos expansivos sobre la inversión. Por lo tanto, el aumento de la deuda está asociado con la disminución de los márgenes de seguridad. A medida que el sector real crece, el sistema financiero se vuelve más y más frágil: los bancos tienen menos cuidado a la hora de conceder créditos y las empresas son menos prudentes a la hora de pedir préstamos. En consecuencia, las unidades con esquemas de financiación cubiertos, es decir, los prestatarios que pueden atender a sus compromisos de pago de la deuda en todos y cada uno de los períodos del horizonte temporal de sus contratos financieros, se convierten en unidades especulativas. Los prestatarios con esquemas especulativos, a su vez, se convierten en unidades

Ponzi, es decir, tienen que pedir prestado para poder validar la deuda pendiente. A medida que disminuye la proporción de prestatarios con esquemas cubiertos, aumenta la fragilidad financiera. En este entorno de agentes heterogéneos, el aumento de la fragilidad financiera durante la expansión se debe al cambio en los esquemas de financiación en la economía, el peso de estructuras financieras cubiertas se va reduciendo con el tiempo. Cuando se extiende la percepción de que los flujos de caja agregados ya no pueden hacer frente a la deuda, la red de relaciones financieras se derrumba y se desencadena una crisis financiera (Assenza y otros, *ibíd.* 189). Cuando no se pueden cumplir los compromisos de pago de la deuda, la fragilidad financiera se convierte en inestabilidad financiera (también Kregel 2013).

Minsky señala así dos inconvenientes del auge de las inversiones. **En primer lugar**, su naturaleza cada vez más especulativa. En la etapa de euforia general, los compromisos de deuda de las empresas aumentan más rápido que los beneficios y finalmente los superan. Esperando una futura bonanza, las empresas empiezan a refinanciar su principal recurriendo al endeudamiento (financiación especulativa) y luego incluso refinanciando el pago de intereses (financiación ultra especulativa o Ponzi). Así, un sistema financiero inicialmente robusto se vuelve frágil. De hecho, de manera puramente endógena se llega a una reducción de los márgenes de seguridad sin necesidad de un periodo de euforia ni de un optimismo excesivo: las expectativas cada vez más optimistas sobre la capacidad de cumplir con los compromisos de pago en una expansión cíclica representan una reacción racional basada en la evaluación de los acontecimientos pasados, que ahora tienen más probabilidades de éxito (Kregel 2008). **En segundo lugar**, la persistencia del auge crea inevitablemente, o bien cuellos de botella en el sistema financiero, o bien presiones inflacionarias en el mercado de bienes que acabarán exigiendo una restricción monetaria. En cualquier caso, el resultado es un aumento del tipo de interés (De Antoni *ibíd.* 468-9). Estos tipos de interés elevados terminan con el auge, y la cadena inversión-ganancia-inversión cae en una espiral descendente. En términos más generales, la llegada de ese punto de inflexión máximo se antoja inevitable y Minsky lo explica en su teoría señalando que puede producirse una crisis

tanto si aumentan los costes financieros, como si aumenta la preferencia por la liquidez, o como si los flujos de caja resultan menores de lo previsto. Los procesos endógenos tienden a asegurar que uno de esos factores (o los tres) ocurran (también Wray 1992, 167-8).

La preocupación de Minsky por el proceso de auge constituye un importante punto en común entre su teoría del ciclo económico y la teoría Austriaca. Sin embargo, los supuestos de los que parten ambas teorías y los elementos particulares que utilizan en su explicación del punto de inflexión máximo son claramente diferentes en ambos enfoques. En concreto, mientras que cualquier referencia al marco Wickselliano está ausente en el enfoque conceptual de Minsky, los Austriacos claramente se basan en la *Conexión Wickselliana*. Como ya se ha dicho, Leijonhufvud había insistido en la simple pero fundamental idea de que “la teoría del mecanismo de la tasa de interés es el punto clave de la confusión en la macroeconomía moderna” (1981b, 131). En el modelo de procesos acumulativos de Wicksell, la idea central es el desajuste de la tasa de interés, es decir, la discrepancia entre el tipo de mercado y el tipo natural. El enfoque ahorro-inversión para explicar las fluctuaciones de los ingresos se basa en la hipótesis de que el mecanismo de los tipos de interés no coordina adecuadamente las decisiones de ahorro e inversión (Leijonhufvud *ibíd.* 132). La teoría Austriaca del ciclo económico muestra claramente cómo una disminución del tipo de interés de mercado por debajo del tipo natural situará a la economía en una senda de crecimiento insostenible. En concreto, la teoría Austriaca del ciclo económico realiza una comparación directa entre el crecimiento inducido por el ahorro, que es sostenible, y el auge inducido por una expansión crediticia, que es insostenible. Mientras que el ahorro conlleva un crecimiento genuino, el crédito lleva al auge y a la quiebra. El núcleo de la teoría es la descoordinación intertemporal, es decir, el desajuste entre las preferencias de consumo y de ahorro, y los planes de producción intertemporales, y, esto provoca las crisis y las recesiones inevitables. El mercado es capaz de asignar los recursos eficazmente conforme a las preferencias intertemporales sobre un entorno de tipo de interés (natural). En consecuencia, se puede afirmar que un tipo de interés influido por fuerzas diferentes al propio mercado dará lugar a una mala asignación intertemporal de los recursos. Por esta razón, se presta especial atención a esas fuerzas

diferentes del mercado que inician el auge insostenible y a las propias fuerzas autocorrectoras del mercado que lo convierten en una recesión. Mientras que el aumento del ahorro reduce el tipo de interés y da lugar a un verdadero auge, en el caso contrario, un tipo de interés manipulado que trata de imitar las condiciones del mercado en un verdadero auge, pero que no va acompañado del ahorro necesario, da lugar a un auge artificial, que será revelado en el momento en el que el mercado reaccione a esas actividades de producción excesivamente orientadas al futuro en condiciones de ahorro insuficiente. Las asignaciones erróneas van seguidas de reasignaciones (Garrison 2001, 2005).

IV PROFUNDIZANDO EL ANÁLISIS: ANALOGÍAS Y DIVERGENCIAS

1. Desagregando el Ciclo Económico y proporcionando a la Macroeconomía unos Microfundamentos adecuados

La fragilidad financiera tiene aspectos tanto macroeconómicos como microeconómicos (Tymoigne y Wray 2014, 21-2). Tanto Minsky como los Austriacos consideran fundamental que las teorías macroeconómicas cuenten con microfundamentos adecuados. Minsky, en su tesis doctoral, ya había enfatizado “la necesidad de relacionar el análisis agregado con el comportamiento individual de las unidades económicas” (Minsky 2004, 17). En concreto, estudió la relación entre la inversión y el comportamiento de las empresas individuales. Sin duda, Minsky tenía la intención de adoptar un enfoque en el que no se utilizaran agregados económicos para el estudio de los ciclos. Minsky considera que su enfoque es una tesis en la que establece la microfundamentación como base para determinar el rendimiento macro. Esta tesis consiste en un análisis microeconómico del comportamiento de las empresas ante los procesos de toma de decisión como, por ejemplo, la entrada, la estructura de mercado, la expansión, la vulnerabilidad y la supervivencia (Papadimitriou 2004, x).

En la teoría de la inversión de Minsky, todos los determinantes de la inversión pueden retrotraerse hasta la empresa individual. Aunque esta teoría de Minsky puede formularse sin ninguna referencia a la heterogeneidad de los agentes, en un nivel más profundo y significativo, las ideas de Minsky sólo pueden expresarse de manera adecuada en un entorno de agentes heterogéneos teniendo en cuenta la distinción entre unidades cubiertas, especulativas y Ponzi en las que se basa su HIF. Assenza y otros (2010) ofrecen un ejemplo de un modelo macroeconómico en el que las empresas tienen una serie de condiciones financieras heterogéneas, aplicando así un enfoque desagregado al estudio de los ciclos económicos observando cómo evoluciona la estructura productiva a lo largo del ciclo. El papel de estas variables financieras heterogéneas es la parte del legado de Minsky que se está convirtiendo en la piedra angular de las nuevas líneas de investigación.

La teoría Austriaca también ha sido crítica con el uso excesivo de agregados económicos. Generalmente, los economistas Austriacos han criticado a los macroeconomistas convencionales centrados en las magnitudes agregadas y que ignoran a los agentes individuales del mercado y sus interacciones. El método fundamental de la teoría económica Austriaca se caracteriza por el “individualismo metodológico”. Los acontecimientos económicos sólo pueden explicarse en términos de acciones humanas individuales, en consecuencia, los fenómenos del ciclo económico deben explicarse como el conjunto de respuestas que dan los individuos a las señales del mercado transmitidas por el sistema de precios (Hayek 1933 [2008]). La metodología de Minsky, sin embargo, no parece basarse en el individualismo metodológico. Aunque su teoría está microfundamentada, el análisis de Minsky debe ser interpretado más como una macrofundamentación de la microeconomía que viceversa. Es decir, el camino que ha seguido ha sido macro-micro-macro: *parte* de la determinación de la demanda agregada y de los beneficios brutos totales en el período, a eso le añade la estructura de deuda heredada del pasado; *luego* examina la relación micro entre los flujos de caja generados y los compromisos de pago, que serán los determinantes de las decisiones individuales sobre financiación e inversión; y *por último* reconstruye los efectos macro para explicar la evolución dinámica del sistema (Bellofiore y Ferri

2001a, 24). El enfoque de Minsky tampoco ha estado exento de críticas. Minsky asume que el ratio de endeudamiento de la inversión, descrito por la relación entre la financiación externa e interna, depende también de las expectativas, por lo que aumenta pro-cíclicamente en la subida y disminuye en la bajada. A medida que aumenta la inversión, la financiación externa crece más rápidamente que la interna. En consecuencia, la incidencia de los compromisos de deuda sobre los beneficios aumenta: las estructuras financieras pasan de ser cubiertas a especulativas. Sin embargo, la línea de razonamiento que sigue Minsky aquí es cuestionable, pues el buen desempeño del sector real (traducido en un crecimiento orgánico de los beneficios) podría fortalecer en lugar de debilitar al sector financiero (De Antoni *ibíd.* 465). El análisis de Minsky aparentemente presenta aquí una debilidad, ya que no proporciona ninguna razón para justificar su tesis del apalancamiento ascendente a nivel macroeconómico (Lavoie y Seccareccia 2001, 84).

Los intentos de los economistas Post-Keynesianos de desagregar el ciclo económico según las líneas sugeridas por Minsky, reflejan innegablemente una cierta analogía con el enfoque Austriaco. Sin embargo, mientras que Minsky desarrolla la conexión entre la inversión empresarial y las estructuras financieras en la esfera microeconómica, ampliando la teoría neoclásica de la empresa; los Austriacos basan su macroeconomía en el concepto de una estructura intertemporal de producción y de esa manera, consiguen desagregar la propia macroeconomía otorgando un papel central a la estructura de capital en la tradición de Menger (1871 [1994]) y de Böhm-Bawerk (1959).

Sin embargo, en la medida en que ambos modelos conviven con la misma realidad macroeconómica, parece plausible suponer que se puede encontrar cierto margen para la integración de ambos esquemas desagregados, tanto teórica como empíricamente. Así pues, podríamos suponer que el aumento de la fragilidad macroeconómica que se produce durante el curso del auge, según el esquema de Minsky, no se producirá de manera “uniforme” en toda la economía, sino más bien de manera “relativa” entre las diferentes etapas de la estructura productiva, según el esquema Austriaco. Este es un área en el que las investigaciones futuras pueden

plantear alguna influencia cruzada o incluso una integración teórica parcial entre ambos enfoques.

2. Crítica a la Teoría del Equilibrio del *mainstream* y al uso de Conceptos de Equilibrio

Tanto Minsky como los Austriacos han criticado las diferentes variantes de la teoría del equilibrio del *mainstream*. Los Austriacos están metodológicamente en desacuerdo con la teoría del equilibrio neoclásico. Evitan el formalismo matemático, especialmente el de tipo mecanicista, prefiriendo una narración histórica de los acontecimientos, reflejándolos así como parte de procesos dinámicos que la mayoría de veces no están en equilibrio (Simpson 2013, 135). La teoría Austriaca tradicional del ciclo también se ha caracterizado por ser profundamente determinista: la situación final es un equilibrio estacionario determinado de manera unívoca por variables reales (preferencias, tecnología y presupuestos iniciales de los agentes) y la causa última del ciclo es puramente monetaria (política bancaria) (Gloria-Palermo 1999, 74).

Sin embargo, mientras que el rechazo de Minsky del “concepto” equilibrio es total e inflexible, la teoría Austriaca mantiene un cierto concepto de equilibrio de manera esencial. La tendencia hacia el equilibrio es una característica clave del ciclo Austriaco. Desde el punto de vista Austriaco, el uso limitado del concepto de equilibrio como punto de referencia, conduce a una teoría del desequilibrio dinámico de un ciclo (Cochran y Glahe 1992, 1999). Los primeros trabajos de Hayek reflejan una sutil tensión entre la necesidad impuesta de exponer su enfoque de una manera teóricamente aceptable en ese momento, es decir, como una teoría del equilibrio, y su percepción de las limitaciones que esa teoría tenía (Butos 1985). En la teoría de Minsky, por el contrario, el tradicional mecanismo de precios que reequilibra la economía es sustituido por mecanismos de cantidad que ejercen efectos acumulativos entre sí. Después de alcanzar sus puntos máximos, las tendencias se desvanecen y se revierten. Así pues, las economías capitalistas avanzadas fluctúan cíclicamente en un desequilibrio permanente (De Antoni *ibid.* 466).

3. Aspectos Teóricos del Precio

Tanto Minsky como los Austriacos han tratado de ilustrar sus respectivas teorías del ciclo económico con fundamentos teóricos del precio. La teoría Austriaca del ciclo económico tiene una base sólida en la teoría de los precios: el tipo de interés es un precio; es el precio que establece una relación entre la propensión de la gente por consumir ahora y su voluntad de ahorrar para el futuro (Van den Hauwe 2009a).

Minsky es uno de los pocos economistas Post-Keynesianos que ha insistido en la importancia de los fundamentos teóricos del precio en el trabajo de Keynes, y ha continuado tratando de desarrollar este aspecto del sistema Keynesiano. Como se ha explicado, según la teoría de Minsky hay dos sistemas de precios en una economía capitalista: uno de oferta y otro de demanda para los bienes de capital. Cuando el precio de demanda de los bienes de capital es alto en relación con el nivel de oferta, las condiciones son favorables para la inversión; cuando el precio de demanda es bajo en relación con el precio de oferta, entonces las condiciones no son favorables para la inversión, y surge una recesión, o una depresión (Minsky 1986 [2008]; también Kregel 1992, 87). El precio relativo fundamental en una economía capitalista es, por lo tanto, la relación entre el precio de oferta y el de demanda de los bienes de capital. Este modelo de dos precios es la herramienta analítica con la que Minsky integra su teoría del dinero y las finanzas en su teoría de la inversión.

Si bien el enfoque de Minsky se basa en la existencia de una serie de “niveles de precios”, la lógica de la teoría Austriaca se basa en la noción de que el sistema de precios es una red de comunicaciones. Una mala comunicación en forma de un establecimiento del tipo de interés por debajo de su nivel de mercado o “natural” por la política del banco central, pone a la economía en una senda de crecimiento intrínsecamente insostenible. En una de sus famosas obras *“The use of knowledge in society”*, (Hayek 1945) Hayek resumió su opinión sobre el papel de los precios en los procesos del mercado. El conocimiento no está disponible universalmente. La principal cuestión económica es cómo hacer el mayor uso social de esos conocimientos que no están universalmente disponibles, sino

que existen de forma dispersa en toda la población. El “mercado” es una solución descentralizada a esa cuestión principal de la utilización del conocimiento disperso. Así pues, los precios de los activos transmiten de forma muy condensada la información suficiente para garantizar que los recursos se asignen adecuadamente, sin necesidad de que los participantes del mercado posean ninguna información detallada sobre el motivo por el que se producen determinados cambios de precios. Cada participante del mercado sabe algo, nadie lo sabe todo. Las instituciones como el sistema de precios, el dinero y los principios tradicionales del derecho, facilitan la coordinación y la posibilidad de usar eficazmente este conocimiento disperso. En analogía con los famosos teoremas del matemático y lógico Kurt Gödel, cualquier intento centralizado, *top-down* (de arriba a abajo), de resolver este problema de coordinación será necesariamente incompleto y estará condenado a fracasar (Van Den Hauwe 2011b). Estas ideas no las encontramos en la perspectiva de Minsky.

4. Aspectos Monetarios

La obra de Minsky se entiende mejor como una contribución a la teoría general del dinero. En concreto, su obra representa la contribución estadounidense más importante de su generación a la tradicional Escuela Bancaria de pensamiento monetario que considera que el dinero surge como el subproducto natural de la financiación de las empresas (Mehrling 1999, 150). La teoría Austriaca de la expansión y la recesión, a pesar de su consideración explícita del ahorro, la inversión, el consumo y el tiempo de producción, es igualmente, raíz y rama de una teoría monetaria (Garrison 2001, 52).

a) La Interdependencia de los Aspectos reales y monetarios

Los economistas suelen distinguir entre teorías, o explicaciones del ciclo económico, monetarias y no monetarias. Tanto la teoría de Minsky como la Austriaca pueden considerarse pertenecientes al enfoque monetario de la explicación de los ciclos económicos en el

sentido de que estarían de acuerdo en que cualquier explicación adecuada del ciclo económico dará importancia *tanto* a los factores monetarios *como* a los reales⁸.

De acuerdo con Minsky, los ciclos económicos son fenómenos tanto monetarios como reales (2004, xiv) La separación artificial entre los fenómenos monetarios y los reales es incompatible con la hipótesis de que es necesario analizar los determinantes de la inversión para comprender la teoría del ciclo económico. En el lado Austriaco, según la conocida declaración de Machlup, “la tesis fundamental en la teoría de Hayek sobre el ciclo económico era que los factores monetarios *causan* el ciclo, pero los fenómenos reales lo *constituyen*” (Machlup 1976, 23; también Hayek 1969 [1978]).

b) *La Endogeneidad del Dinero*

En el nivel más general, la endogeneidad del dinero implica que la oferta de dinero no es independiente de la demanda. Sin embargo, a menudo la distinción entre exogeneidad-endogeneidad se ha referido a la capacidad del banco central para controlar la oferta de dinero. Los Post-Keynesianos no aceptan la exogeneidad del dinero, ni siquiera en el sentido de control (o exogeneidad débil). El enfoque de Minsky sobre el dinero implica una curva de oferta monetaria con pendiente positiva y, por lo tanto, la aceptación de un tipo de interés determinado endógenamente, en contraste con los “horizontalistas” que argumentan que los tipos de interés son fijados exógenamente por el banco central. El enfoque de Minsky enfatiza la incertidumbre, la preferencia por la liquidez, la actitud

⁸ Por el contrario, el dinero no juega ningún papel en, por ejemplo, la teoría del ciclo real (RBC, por sus siglas en inglés). Según la teoría del RBC, las fluctuaciones exógenas en el nivel de la productividad total de los factores hacen necesarias reasignaciones constantes de los factores de producción para mantener una asignación económica eficiente. Las fluctuaciones económicas se explican como el resultado eficiente de la interacción entre los comportamientos maximizadores de los agentes. (Arnold 2002) La teoría del ciclo comercial real es, por lo tanto, un ejemplo de una teoría no monetaria del ciclo comercial. La teoría atribuye los ciclos comerciales a shocks reales o de suministro, como los cambios en la tecnología (Rabin 2004).

de búsqueda de beneficios e innovaciones, además del comportamiento del banco central (también Wray 1992).

Los Post-Keynesianos, en general, enfatizan la capacidad que tienen las instituciones financieras para economizar las reservas y para innovar con el fin de escapar de la influencia que puedan tener los controles del banco central en la cantidad de dinero que circula. Estas prácticas juegan un papel central en la HIF de Minsky, ya que contribuyen a la transición de un sistema financiero robusto a uno frágil en el que la liquidez es escasa. Las innovaciones hacen posible que una base monetaria existente pueda soportar mayores gastos. Esto puede vincularse a una velocidad de circulación del dinero creciente: a medida que los tipos de interés suben, los bancos ampliarán el crédito en respuesta a las oportunidades de obtener beneficios. Por lo tanto, cualquier cantidad de dinero ya existente podría asumir más gastos a medida que se crea más crédito. Además, las innovaciones pueden desplazar la función velocidad-interés de manera que la velocidad de circulación pueda incrementar incluso sin aumentar las tasas de interés.

La endogeneidad del dinero resucita el concepto Keynesiano de preferencia por la liquidez como causa central de la volatilidad de la actividad macroeconómica. Según Minsky, existe una relación funcional entre el precio de un bien de capital (o activo financiero) representativo y la cantidad de dinero. Normalmente, el precio de un bien de capital es una función creciente de la cantidad de dinero, ya que a medida que la cantidad aumenta, el valor de atesorar dinero como refugio disminuye. Como el precio del dinero es siempre uno, implica que el precio de los bienes de capital productivos aumente (Minsky 1986 [2008], 203).

En el modelo de Minsky de dos niveles de precios, los precios de oferta y demanda de los bienes de capital a corto plazo dependen de los diferentes procesos de mercado. Mientras que los salarios y los costes de producción, y, por tanto, los precios de oferta de los bienes de capital, se mueven con lentitud; los precios de demanda y, más concretamente, el precio de las acciones puede moverse rápidamente. Así pues, la relación entre los dos niveles de precios puede cambiar con bastante rapidez: por un lado, un nivel de precios de oferta de bienes de capital que en principio se mueve

lentamente, y por otro, un nivel de precios de demanda que en principio es volátil (también Kregel 1992).

Los Austriacos han criticado tanto la teoría de la preferencia por la liquidez como la teoría monetaria del tipo de interés. Los economistas Austriacos cuestionan *tanto* si la preferencia por la liquidez ocupa un lugar central en la teoría de Keynes del ciclo económico, *como* su propia legitimidad. Según Garrison, “la preferencia por la liquidez, que a veces se considera la condición *sine qua non* del Keynesianismo, desempeña un papel secundario -tanto en términos de causalidad como de cronología- en el relato de Keynes sobre el ciclo económico” (ibíd. 150). Según Rothbard, la doctrina Keynesiana de la preferencia por la liquidez sufre del pecado matemático-económico de la “mutua determinación” (Rothbard 1962 [2004], 785-92). Siguiendo a Lachmann (1937 [1994]), Rothbard también señala que, en presencia de un mercado organizado de *futuros*, la tendencia bajista especulativa podría causar, en efecto, un aumento temporal en el tipo de interés, pero no estaría acompañado por un aumento de la demanda de dinero. Concluye que “cualquier intento de conexión entre la preferencia por la liquidez, o la demanda de dinero, y el tipo de interés, se desploma” (ibíd. 792).

Por otra parte, los Austriacos y los Keynesianos parecen estar de acuerdo en la endogeneidad del dinero. Según Cochran y Glahe (1999, 75 fn) “la opinión de Hayek sobre el proceso de oferta de dinero, expresada en sus debates entre las teorías endógenas versus exógenas, es compatible con la teoría Post-Keynesiana del dinero”. Godley y Lavoie (2012, 127) escriben que “existe una escuela de pensamiento que lleva mucho tiempo argumentando a favor de la endogeneidad del dinero. Esta línea de pensamiento se remonta a los escritos de Thomas Tooke y la Escuela Bancaria, y ha estado presente en la historia del pensamiento económico desde entonces. Se puede asociar con el economista sueco Knut Wicksell así como con varios economistas de tradición Austriaca, como von Mises y Friedrich Hayek en los años 20 y 30.”

Sin embargo, Hayek había criticado la teoría de von Mises por considerarla exógena. El ciclo de von Mises comienza con una inyección monetaria iniciada por el sistema bancario; el tipo de mercado se reduce por debajo del tipo natural a medida que los bancos conceden préstamos adicionales. El ciclo es, por tanto, el

resultado de una intervención activa en el proceso del mercado. En el modelo Hayekiano el ciclo puede comenzar de esta manera, pero también puede comenzar si los bancos no logran aumentar el tipo de mercado cuando el tipo natural aumenta, en otras palabras, cuando la demanda de inversiones aumenta y los bancos se están enfrentando a una mayor demanda de fondos (Hayek 1933 [2008], 76; también Cochran y Glahe *ibíd.* 75).

c) La No Neutralidad del Dinero

Minsky señala que el paradigma microeconómico convencional es un modelo de equilibrio en el que los presupuestos iniciales de los agentes, los sistemas de preferencias y las relaciones de producción, junto con el comportamiento maximizador, determinan los precios relativos, la producción y la asignación de recursos entre los agentes. Las interrelaciones monetarias y financieras no son relevantes para la determinación de estas variables de equilibrio. Una implicación de estos modelos en la microeconomía y la macroeconomía convencionales es que el dinero y las finanzas son neutrales. En estos modelos el dinero actúa como un velo (Minsky 1993, 77). Minsky refuta la propuesta de Friedman de que, aunque el dinero y otras instituciones dificultan el análisis, todas las características importantes de una economía capitalista moderna están contenidas en el modelo simple de la economía de trueque (Minsky 1986 [2008], 129).

En el mundo financiero capitalista real el dinero es la institución clave. Es endógeno, creado durante los diferentes procesos económicos. Minsky enfatiza que lo más importante es que el dinero se crea en el proceso de financiación de las inversiones en activos. Los bancos aumentan la oferta monetaria siempre que coinciden las expectativas de prestamistas y prestatarios de que la inversión en activos, o la actividad financiada, generará suficientes flujos de caja. Si el futuro resulta ser peor de lo esperado, puede resultar imposible cumplir los compromisos de pago. Así que el dinero y los compromisos financieros nominales importan. Por lo tanto, el paradigma económico convencional no es la única forma de modelizar las interrelaciones económicas.

Toda economía capitalista puede describirse en términos de conjuntos de balances interrelacionados. En cada lectura de un balance, los instrumentos financieros pueden interpretarse como generadores de dos conjuntos de series temporales: los pasivos generan compromisos de pago, y los activos generan flujos de caja futuros. Las relaciones de esos balances vinculan el ayer, el hoy y el mañana: los compromisos de pago contraídos en el pasado dan lugar a pagos que deben ejecutarse ahora, así como a pagos futuros, de la misma manera los pasivos asumidos hoy generarán compromisos de pago futuros. En esta estructura, las dimensiones real y financiera de la economía no están separadas: no hay una economía real cuyo comportamiento pueda ser estudiado abstrayéndose de las consideraciones financieras. Este sistema que enlaza el ayer, el hoy y el mañana, tanto en términos financieros como de demanda y oferta de bienes y servicios, no es un sistema lineal que se comporta de manera normal. Además, la presunción de que este sistema tiene un equilibrio no puede sostenerse. Este modelo económico conduce a un proceso que, a medida que el tiempo transcurre, puede desembocar en depresiones profundas y en altas inflaciones, incluso en ausencia de *shocks* exógenos o fenómenos extraños. En este modelo, obviamente, el dinero nunca es neutral (ibíd. 78).

Las ideas Austriacas sobre la no neutralidad del dinero se derivan de una línea de literatura completamente diferente. Los Austriacos se inclinan por destacar los “efectos Cantillon” de los cambios en la oferta monetaria, llamados así por Richard Cantillon (1755 [2001]). Cuando el dinero nuevo entra en la economía, quizás como resultado de los descubrimientos de oro bajo un sistema de patrón oro o quizás como resultado de la expansión del crédito bajo un sistema fiduciario, no penetra en todos los sectores de la economía de manera uniforme. El proceso no funciona de manera uniforme. Los cambios en la oferta monetaria distorsionan, al menos de manera temporal, los precios e ingresos relativos y, en consecuencia, distorsionan la asignación de recursos y la producción. Estas distorsiones son una de las razones por las que los Austriacos adoptan un enfoque microeconómico y desdénan las teorías en términos de agregados y promedios (también Yeager 1988, 95).

El punto de vista Austriaco difiere no sólo de la postura Post-Keynesiana sino también de la monetarista que sostiene, como habían hecho los clásicos, que el dinero es neutral y súper-neutral a largo plazo (Smithin 2013, 47). En lo que respecta a los efectos de los estímulos monetarios, los Austriacos mantienen la posición de que el dinero no es neutral ni siquiera a largo plazo (Ravier, 2013). Sin embargo, en una contribución reciente Bilo y Wagner (2015) sostienen que no es necesario rechazar la condición del equilibrio clásico; establecen un marco analítico alternativo y no contradictorio en el que los procesos monetarios pueden ejercer a largo plazo efectos económicos reales. Al redistribuir los recursos, los estímulos monetarios influyen en la cantidad de procesos empresariales que aparecen en la sociedad. Los dos marcos son inconmensurables más que inconsistentes. Mientras que la no neutralidad a largo plazo es un indicador de movimiento durante el transcurso del tiempo, por lo tanto, un hecho histórico. La neutralidad a largo plazo es una condición necesaria para el equilibrio sistémico sin tener en cuenta el tiempo, es decir, una condición analítica.

5. Aspectos Teóricos del Capital y el papel del Proceso de Expansión Crediticia

En la construcción teórica de Minsky, las consideraciones relativas al tiempo y al capital juegan un papel importante y esencial. Concluyó su libro *Stabilizing an Unstable Economy* con la consideración de que “el resultado esencial Keynesiano de que el capitalismo es imperfecto principalmente porque hace un mal manejo del capital, no justifica las acciones políticas actuales (...)” y que “Keynes reconoció los fallos del capitalismo porque él, más que sus predecesores, contemporáneos y sucesores, comprendió los aspectos financieros y temporales de una economía capitalista que utiliza el capital”. (Minsky 1986 [2008], 369).

En la teoría Austriaca el elemento temporal se manifiesta como una estructura de capital intertemporal o estructura de producción que es exclusiva de la macroeconomía Austriaca: como describió Menger (1871 [1994], 80-87) el proceso de producción de la

economía se desglosa en una serie de etapas secuenciadas temporalmente para permitir que la inversión en bienes de capital y la producción de bienes de consumo se desplacen de manera coordinada e incluso se pueden permitir ciertos movimientos dentro del sector de bienes de inversión. La sustitución del agregado de inversión por una serie de etapas secuenciadas temporalmente que conforman la estructura de capital de la economía es lo que proporciona la base para una distinción entre el crecimiento sostenible y el auge insostenible.

En la teoría de Minsky el rasgo esencial del capitalismo, la acumulación de capital, está íntimamente relacionado con la creación de dinero. El dinero no puede ser neutral precisamente porque su creación está “atada al proceso de creación y control de los bienes de capital...” (Minsky 1986 [2008], 223). Y la cantidad de dinero no puede ser determinada exógenamente ya que se crea como resultado de un comportamiento de búsqueda de beneficios privados. El dinero se crea en el proceso de financiación de la inversión y provoca el excedente necesario para permitir la formación de capital. Más fundamentalmente, la creación de crédito es el medio por el cual la sociedad asegura que los trabajadores no pueden comprar todo aquello que han producido. La creación de crédito otorga poder adquisitivo a los empresarios para que puedan financiar la acumulación de capital. Como sostiene Minsky, el markup de los precios de los bienes de consumo garantiza que los trabajadores de la industria de bienes de capital puedan obtener bienes de consumo, mientras que la inversión en bienes de capital genera un aumento en los salarios (Minsky 1986 [2008], Capítulo 7). El dinero que se crea cumple otras dos funciones importantes: sirve de medio de intercambio y puede ser atesorado como seguro contra un futuro incierto.

Resumiendo, en la teoría de Minsky hay tres elementos que parecen estar esencialmente relacionados: la inversión en activos, las estructuras de pasivos y la creación de dinero. Es importante señalar cómo este análisis difiere esencialmente del Austriaco. El dinero y el crédito creados en el proceso de formación de capital es lo que en la teoría Austriaca se denomina expansión crediticia. Sin embargo, el análisis Austriaco se construye en torno a la distinción conceptual y teórica fundamental entre la acumulación de capital,

en el sentido de hacer posible un crecimiento sostenible que se deriva del *ahorro genuino*, y el crecimiento insostenible, es decir, el auge y la caída, que se derivan de la expansión del crédito y que implica el *ahorro forzoso*. Esta distinción conceptual está ausente en el marco teórico de Minsky⁹.

Minsky parece argumentar que la acumulación de capital implica necesariamente, o al menos de manera habitual y regular, la creación de dinero y crédito, lo que en el marco Austriaco se caracteriza como ahorro *forzoso* en el sentido de una *acumulación de capital inducida artificialmente* (Hayek 1933 [2008] 119), que es, esencialmente, una *malinversión*. Los Austriacos se oponen obviamente a la proposición de que la acumulación de capital, como característica esencial de las economías capitalistas, está esencial y necesariamente ligada a la expansión del crédito y a la creación de dinero que implica *malinversiones* agravadas por el sobreconsumo (Mises 1949 [1966] 567). Esas *malinversiones* y el sobreconsumo que las acompaña, no permitirán una acumulación de capital sostenible; al contrario, como Mises señala: “el auge malgasta a través de la mala inversión los escasos factores de producción y reduce las existencias disponibles a través del sobreconsumo; sus supuestas bendiciones son pagadas por el empobrecimiento.” (ibid. 573; también Huerta de Soto 2018). Como Mises argumenta, el boom genera en realidad un *consumo de capital*. Expuso: “... el ahorro forzoso, sólo sirve, en el mejor de los casos, para compensar parcialmente el consumo de capital que el propio auge provoca.” (ibid. 573)¹⁰. La

⁹ Cabe recordar que los Austriacos se enfrentaron con la crítica de Sraffa sobre este argumento. Véase Sraffa (1932 [1995]).

¹⁰ Se recomienda tomar cierta precaución al utilizar el concepto y la expresión “ahorro forzoso”. El ahorro forzoso para Hayek es en realidad un sinónimo de *malinversión*. Con condiciones de crédito indebidamente favorables, la comunidad empresarial está invirtiendo como si el ahorro hubiera aumentado, cuando, de hecho, ha disminuido. En el pasaje citado, Mises usa la expresión ahorro forzado en un sentido bastante diferente del que pretende Hayek. La expansión crediticia redistribuye la riqueza de los trabajadores, que suelen tener bajas preferencias de ahorro, hacia los empresarios y capitalistas, que suelen tener altas preferencias de ahorro. Con la riqueza redistribuida de esta manera, la cantidad total de ahorro puede que sea mayor que antes, y la tasa de interés natural correspondiente puede que sea menor que antes. Mises señala que no es necesariamente cierto que dicho ahorro sea una cantidad positiva, y mucho menos una cantidad suficiente. El efecto sobre el ahorro total de una

acumulación y formación de capital requiere de un ahorro *genuino*. En este contexto, Mises hizo la útil distinción entre el crédito-mercancía (*commodity-credit*) y el crédito circulatorio (*circulation credit*). El crédito-mercancía nunca puede ser ampliado (Mises *ibid.* 434). Además, la teoría Austriaca hace hincapié en los aspectos del capital que no son tenidos en cuenta por otros enfoques macroeconómicos, permitiendo una visión más profunda y un mayor poder explicativo: los bienes de capital no son homogéneos, no son permanentes y pueden ser específicos o no específicos; en concreto, los bienes de capital son complementarios (Hayek 1937 [1939]; Lachmann 1956 [1978]; también Cochran y Glahe *ibíd.* Capítulo 8).

En resumen, el análisis de Minsky y el análisis Austriaco del ciclo económico son superficialmente similares en el sentido de que ambos derivan de un intento de integrar la teoría monetaria con la teoría del capital. Sin embargo, la introducción de una teoría del capital heterogénea y de una estructura de producción intertemporal desagregada en el análisis teórico de los fenómenos del ciclo económico es exclusiva del enfoque Austriaco. Desde el punto de vista Austriaco, el análisis de Minsky, al no tener en cuenta la distinción crucial entre la inversión en capital respaldada por (un aumento del) ahorro genuino y la inversión en capital financiada por la creación de dinero y la expansión del crédito, en última instancia, provoca que identifique erróneamente la causa fundamental de la inestabilidad financiera.

6. Incertidumbre, Espíritus Animales y el papel del Contexto Institucional

Minsky reconoce el papel y la importancia de la incertidumbre Knightiana para explicar la inestabilidad económica. Según Minsky la diferencia esencial entre la economía Keynesiana y las teorías

redistribución de la riqueza depende del patrón particular de la redistribución en relación con las preferencias de ahorro particulares de aquellos que perdieron o ganaron riqueza en el proceso. Para más información sobre las complejidades que rodean a “el sobreconsumo y el ahorro forzoso” en la teoría del ciclo económico de Mises-Hayek, ver Garrison (2004).

clásica y neoclásica es la importancia que se da a la incertidumbre (Minsky, 1982 128). Minsky está de acuerdo con Keynes en que el futuro es esencialmente impredecible y las creencias sobre el futuro son altamente subjetivas, y que en tiempos inciertos la economía será impulsada hacia arriba y hacia abajo por olas de sentimientos injustificados de los inversores.

Los Austriacos reconocen que, en general, mientras que el análisis de riesgos, ya sea objetivo o subjetivo, es esencialmente una ponderación de las posibilidades ya conocidas, la incertidumbre genuina conlleva a un crecimiento impredecible de esas posibilidades y, por consiguiente, aumentan las diferencias entre las distribuciones de probabilidad de los agentes. La fuente de incertidumbre es endógena en el mundo real (O'Driscoll y Rizzo 1996, 64 y ss. y C. 5). A primera vista, los puntos de vista Post-Keynesiano y Austriaco sobre el significado y el papel de la incertidumbre parecen converger. En un nivel teórico fundamental, las opiniones de Ludwig von Mises sobre la probabilidad estaban más cerca del espíritu de la filosofía de la probabilidad de Keynes que de la interpretación de la frecuencia de su hermano Richard von Mises (Van Den Hauwe 2011a).

Tanto los Post-Keynesianos como los Austriacos también subrayan el papel y la naturaleza de las instituciones, en particular de las instituciones bancarias y financieras, en los procesos económicos. Minsky destaca la importancia de los bancos y las instituciones financieras como agentes que reaccionan a las oportunidades de beneficios que nacen de las innovaciones financieras (y, por lo tanto, subraya la endogeneidad de la cantidad “efectiva” de dinero y del tipo de interés) (Bellofiore y Ferri 2001b, 21). Desde el principio, Minsky extendió la búsqueda de beneficios característica de los empresarios y hombres de negocios a los banqueros y financieros. Por el lado Austriaco, Horwitz sostiene que “lo que el libro de texto de los economistas clásicos no incluye es cómo el dinero y el sistema bancario funcionan para garantizar la visión válida que hay detrás de la Ley de Say (...)” (Horwitz 2000, 86) y que “los análisis Austriacos de la competencia como un proceso descubridor, el énfasis de Hayek en los precios y en el conocimiento, y el enfoque de las instituciones como papel central, han afectado la forma en que los economistas ajenos a la tradición Austriaca están haciendo su trabajo” (ibíd. 237).

Sin embargo, como se explica más adelante, existe un desacuerdo total entre los dos enfoques en cuanto al tipo o la clase de instituciones que realmente eliminarían o al menos mitigarían el ciclo económico y la inestabilidad macroeconómica. Mientras que los Austriacos han defendido la completa libertad de elección de la moneda y un sistema de banca libre, y por lo tanto han abogado por la abolición de los bancos centrales; Minsky cree que los “Grandes Jugadores” pueden estabilizar efectivamente la economía y ha argumentado a favor del intervencionismo, en particular del Gran Banco y del Gran Gobierno. Además, esta divergencia puede explicarse por el hecho de que Minsky y los Austriacos conceptualizan de maneras totalmente diferentes la relación entre el contexto o entorno institucional y las expectativas, en otras palabras, la relación entre las instituciones y el “estado de confianza” (y las fluctuaciones que en éste genera). De hecho, se adoptan posiciones diametralmente opuestas en lo que respecta al papel de los contextos institucionales particulares en la generación de (variaciones en) la incertidumbre del mundo real y el estado de confianza.

Hay un sentido en el que la incertidumbre es un aspecto universal de la Acción Humana en la medida en que es esencialmente inherente a ella (Mises 1949 [1966] 105). Sin embargo, es posible y de hecho cierto que parte de las incertidumbres a las que se enfrentan los agentes económicos en la economía no tienen ese carácter necesario y universal, sino que depende del contexto institucional particular que esté presente en ese momento. Un cierto nivel de incertidumbre es entonces de carácter *contingente* en el sentido de que podría ser eliminado o reducido mediante reformas institucionales. Al parecer, consideraciones de este tipo subyacen a la conocida propuesta de Keynes de “una socialización razonable de la inversión” (Keynes 1936 [1997], 378). Al final de *John Maynard Keynes* (Minsky 2008) Minsky nos recuerda que Keynes “creía que tanto las medidas para elevar la función de consumo como la socialización de la inversión eran necesarias para mantener el pleno empleo y eran deseables como objetivos sociales” (ibíd. 157). La toma de decisiones descentralizada, que es el corazón y el alma de la economía de mercado, añade una capa de incertidumbre que lleva a la economía a un nivel de rendimiento que Keynes considera insuficiente y, por lo tanto, debe de ser eliminada o al menos

severamente restringida mediante la centralización, que es la única que puede allanar el camino hacia el pleno empleo. En este sentido el mensaje central de la *Teoría General* también deriva del análisis comparativo de las instituciones y no del análisis de las fluctuaciones cíclicas (también Garrison 2001, 180 y ss.).

La investigación contemporánea en economía del comportamiento identifica los “espíritus animales”, definidos por Keynes (1936 [1997]) como olas de optimismo y pesimismo de los inversores que tienen una naturaleza autocumplida, como factores significativamente independientes y esencialmente impredecibles que impulsan los movimientos de la inversión y de la producción, y que refuerzan las fluctuaciones del ciclo económico. Estas olas de optimismo y pesimismo pueden entenderse como mecanismos de aprendizaje de los agentes que no entienden completamente el modelo subyacente pero que están continuamente buscando la verdad (De Grauwe 2012). Como se explica más adelante, la teoría de los “Grandes Jugadores” va más allá de esta modelización del papel de la incertidumbre, al reconocer que un enfoque centrado en el optimismo/pesimismo de los inversores o en los “espíritus animales” no es incorrecto, sino que simplemente lleva la cuestión a un paso anterior: ¿Qué explica los cambios en el entusiasmo de los inversores? (Blanco 2015, 110). Desde esta perspectiva, la capacidad explicativa de las teorías de la confianza, como la de Minsky, es débil.

Los Austriacos reconocen el vínculo entre el contexto institucional y la naturaleza de las expectativas, pero sus conclusiones son prácticamente opuestas a las de los Post-Keynesianos. Los “Grandes Jugadores” (Koppl 2002; Prychitko 2010) y el concepto relacionado de incertidumbre inherente al sistema (Higgs 1997), o incertidumbre sobre las reglas del juego, reducen artificialmente el estado de confianza al corromper las expectativas de los intermediarios financieros y de las empresas de la economía real. Mientras la influencia de los “Grandes Jugadores” y la incertidumbre del sistema persistan, la confianza será baja; ambos tienen el potencial de crear una recesión permanente. El bajo estado de confianza que crean no se autocorriga (Koppl 2014).

El proceso mediante el cual el conocimiento individual cambia está influenciado por las instituciones y, en este sentido, las

expectativas dependen de ellas (Koppl 2002). Las expectativas serán más previsoras en algunos entornos institucionales que en otros. Adoptando una postura evolutiva Hayekiana, Butos y Koppl (1993) centran su análisis en las funciones de la *estabilidad* y la *atomización*, ya que actúan como un filtro que otorga solidez al sistema. El no cumplimiento de cualquiera de estas dos funciones creará un fallo en la “solidez del sistema” y, por lo tanto, un fallo en la adecuación de las expectativas a su entorno. Si el mercado incluye actores más o menos inmunes a las presiones competitivas de las pérdidas y ganancias (*Grandes Jugadores*), entonces la aplicación natural de reglas no tendrá sentido para estos actores y la consecuencia será un fallo en la “solidez del sistema”. En estos casos, los actores “privilegiados” son libres de actuar según su idiosincrasia (ibíd. 321). La falta de *estabilidad* o *atomismo* produce ignorancia e incertidumbre. En presencia de los “Grandes Jugadores” las expectativas económicas tienden a ser menos fiables. Un entorno económico estable con competencia *atómica*, por el contrario, tiende a producir resultados racionales y expectativas previsoras. Minsky es un defensor *por excelencia* de un papel eminente de los “Grandes Jugadores” en la economía¹¹.

En resumen, los Austriacos señalan que las políticas Keynesianas, y en particular las intervenciones de los “Grandes Jugadores”, tienden a crear y a potenciar los altibajos irregulares que Keynes atribuía al capitalismo moderno como tal. En este sentido, las políticas Keynesianas tienden a crear una economía Keynesiana. Esta conclusión también es compatible con las conclusiones establecidas desde hace tiempo en el llamado Debate del Cálculo Económico (Huerta de Soto 2010). En el ámbito del dinero y la banca, los Austriacos han abogado, en general, por la abolición de los bancos centrales y por un avance hacia la banca libre (o descentralizada), a pesar de algunos debates en curso sobre cómo se debe definir exactamente la banca libre.

¹¹ Un “Gran Jugador” tiene tres características que lo definen. El jugador es grande en el sentido de que sus acciones influyen en el mercado que se estudia; no le afectan las presiones competitivas de las pérdidas y ganancias; y es arbitrario en el sentido de que sus acciones se basan en decisiones discrecionales y no en el conjunto de reglas (Koppl 2014, 97). Un banco central es un “Gran Jugador” representativo: puede ser grande, está protegido y sus acciones son impredecibles.

V
INTERPRETANDO LA EVIDENCIA HISTÓRICA RECIENTE:
MINSKY Y LOS AUSTRIACOS EN LA CRISIS
FINANCIERA GLOBAL¹²

Se puede defender que la crisis financiera global era previsible y evitable. No sucedió “de repente” (FCIC 2011). Tymoigne y Wray (2014) argumentan que el marco de Minsky nos ayuda a entender lo que ha sucedido en el último medio siglo en lugar de simplemente explicar el reciente auge y recesión. Explican cómo el capitalismo en los países desarrollados pasó progresivamente de una forma estable que Minsky llamó *Managerial Capitalism* a una forma más inestable llamada *Money Manager Capitalism*. La crisis de S&L (*Savings and Loans*) de los 80 puso el último clavo en el ataúd del *Managerial Capitalism*, mientras el sistema se movía hacia el *Money Manager Capitalism* (MMC). El MMC se caracteriza por el surgimiento de un estado depredador, la desvinculación del gobierno, el retorno de una mentalidad pro-mercado y el papel cada vez más importante de los mercados financieros en la determinación de los resultados económicos. Dos factores principales contribuyeron a la Gran Recesión: las políticas pro-mercado y la disminución de los requisitos para la suscripción de préstamos y valores. Ambos factores contribuyeron al crecimiento del endeudamiento en el sector privado y al empeoramiento en la calidad de ese endeudamiento. Este cambio en la calidad del crédito se manifestó principalmente a través de un cambio de tendencia hacia préstamos con garantía real, por ejemplo, préstamos cuyo aval se basaba en el precio de activos reales en lugar de en un nivel de ingresos. Estos autores llegan a la conclusión de que las dos principales lecciones que deberíamos haber aprendido (pero probablemente no lo hicimos) de la

¹² Los Post-Keynesianos que trabajan en la tradición de Minsky, así como los Austriacos, han participado activamente en los debates relativos al contexto histórico que desembocó en la CFG y la subsiguiente Gran Recesión. Se han publicado varias colecciones de *papers*. Se puede hacer referencia, entre otros, a Dejuán y otros (2011), Kates (2010 y 2011), y algunos de los *papers* de Page West III y Whaples (2013). También cabe mencionar a Beckworth (2012); Booth (2009); Friedman (2011); Hein, Detzer y Dodig (2015); Wolfson y Epstein (2013). Howden (2011) ofrece una perspectiva europea.

CFG son que la Gran Recesión no se produjo por accidente y que la CFG no fue una “crisis de liquidez” sino una crisis de solvencia.

Aunque los Austriacos podrían estar de acuerdo con ciertos elementos descriptivos contenidos en esta narración, sin duda discutirían tajantemente la tesis de que la Gran Recesión fue una consecuencia de las políticas pro-mercado. De hecho, los Austriacos, de acuerdo con su filosofía a favor del libre mercado, han destacado y subrayado: 1) el papel de la Reserva Federal en la ingeniería monetaria de creación de dinero y crédito excesivos (Fillieule 2010, 179-80; Huerta de Soto 2011; Posner 2011; Salin 2010; Taylor 2009, 2011) y 2) los efectos de los incentivos perversos surgidos a partir de las desastrosas regulaciones (Friedman y Kraus 2011).

Respecto al primer punto, las pruebas empíricas parecen corroborar el papel de la liquidez en las burbujas de activos. Gjerstad y Smith (2014) no se refieren explícitamente a la teoría Austriaca del ciclo económico, pero varios de sus descubrimientos parecen compatibles con una interpretación de ésta. La investigación experimental demuestra la proposición clave de que no todos los mercados se crean de la misma manera: mientras que los mercados de bienes tienden a converger rápidamente, los precios en los mercados de activos financieros suelen desviarse sustancialmente de los previstos por los modelos de expectativas racionales (Gjerstad y Smith 2014, Capítulo 2: 20-48; también Smith, Suchanek y Williams 1988). Las personas que participan en esas investigaciones sobre el mercado de activos financieros, al igual que sus homólogos “sofisticados” que participan en las economías reales, se ven envueltos por expectativas autosostenidas de aumentos de precios. Una de las semejanzas más importantes entre los comportamientos en las burbujas de precios experimentales y las del sector inmobiliario real es que, al igual que en el experimento, el dinero importa: la disponibilidad y la publicidad excesiva del crédito hipotecario apoyaron la burbuja inmobiliaria hasta que el crédito comenzó a ser retirado (Gjerstad y Smith 2014, 269-70). La observación, de acuerdo con los resultados experimentales, de que los precios pueden mantenerse durante más tiempo y de manera más vigorosa si los inversores *momentum*, es decir, los que siguen la tendencia, tienen más liquidez es consistente. Más dinero hace más

grandes a las burbujas. El cambio significativo y sostenido de la política monetaria a partir de 2001 está potencialmente implicado en el fortalecimiento y el alargamiento del crecimiento del mercado hipotecario que alimentó la burbuja inmobiliaria (Gjerstad y Smith 2014, 166-7).

Respecto al segundo punto, la situación histórica que ha resultado de las numerosas cuestiones regulatorias, la innovación financiera y las interacciones entre ellas es, de hecho, extremadamente compleja. Kregel (2008) analiza el margen de seguridad de la titulación de activos y de las obligaciones colateralizadas por hipotecas *subprime*, considerando el papel de los vehículos de cometido especial (SPV, por sus siglas en inglés), y concluye que la crisis no fue el resultado de un proceso endógeno tradicional Minskyiano en el que el estrechamiento de los márgenes de seguridad conduce a la fragilidad, sino más bien fue un resultado estructural de la forma en que se evalúa la capacidad crediticia en el nuevo sistema financiero de “crea y reparte” (*originate and distribute*), influido por la modernización de los servicios financieros.

Por una parte, ha prevalecido la tendencia a demonizar la financiación estructurada y a considerar su utilización como chivo expiatorio y como culpable de los problemas de los mercados financieros (véase, por ejemplo, Greenberger, 2013). *Por otra parte*, un examen más detallado del papel de los incentivos de un conjunto de regulaciones sugiere que, si bien la financiación estructurada en sí no es mala, sin duda es posible utilizarla mal (Murphy 2009, 221). Desde esta perspectiva, la financiación estructurada no es más que una herramienta, un instrumento que puede abaratar el crédito al asignarlo de manera más eficiente. Más bien fue el papel de los incentivos los que animaron a los bancos a trasladar el riesgo a las compañías de seguros, a los inversores en ABCP (*Asset Backed Commercial Paper*) y a otros inversores lo que causó los problemas.

El papel de los incentivos se trata explícitamente en Friedman y Kraus (2011); estos autores sostienen la tesis del fracaso regulatorio. En concreto, desacreditan varios elementos de la narrativa convencional sobre lo que causó la crisis financiera y sostienen que la crisis fue un fracaso regulatorio, en el que el principal culpable fue el conjunto de normas que determinan los requerimientos de capital de los bancos conocido como los Acuerdos de Basilea. Esto es una

historia “de incentivos” pero no es una historia de riesgo moral. Ellos enfatizan el papel de la ignorancia radical en todos lados. La calificación triple A de los MBS (*mortgage-backed security*) fue conferida por tres corporaciones calificadoras de bonos que habían sido protegidas de la competencia por el reglamento de la *Securities and Exchange Commission* de 1975. No sólo los banqueros, sino también los inversores de todo tipo, no sabían que estas tres corporaciones estaban protegidas, o no eran conscientes de las posibles implicaciones de esta protección en la precisión de sus calificaciones. Esta falta de conocimiento fue aparentemente compartida por los reguladores bancarios, que habían incorporado las calificaciones de las tres empresas en la *Recourse Rule* y en Basilea II. La crisis financiera se transmitió a la economía no financiera o “real” mediante una contracción de los préstamos que comenzó a mediados de 2007, ya que los bancos se vieron obligados a contabilizar por su valor razonable (*mark to market*) sus tenencias de *mortgage-backed securities* en consonancia con los temores del mercado sobre el valor de esos activos, debido al aumento de las tasas de morosidad de las hipotecas *subprime*¹³.

Por lo tanto, ambas teorías han realizado una serie de análisis, pero no parece haber una síntesis completa razonable en este momento. Este es otro área en el que puede haber cierto margen para la influencia cruzada entre ambos enfoques y que posiblemente se estudiará en futuras investigaciones.

VI IMPLICACIONES POLÍTICAS

Al argumento de Keynes de que los dos defectos destacados del capitalismo son su distribución arbitraria e inequitativa de los

¹³ Sobre el papel de las regulaciones sobre los requerimientos de capital bancario (o los llamados “Acuerdos de Basilea”) véase también V. V. Acharya y M. Richardson (2011) y J. Jablecki y M. Machaj (2001). También, pero en un sentido diferente, Sinn (2010). Sobre el controvertido papel de los *credit default swaps* (CDS) en la crisis, véase P. J. Wallison (2011). Sobre el papel de las agencias de calificación crediticia, véase L. J. White (2011). Minsky (1987) fue una obra clarividente sobre la titulización.

ingresos y del desempleo, y para lo cual propuso una política de Empleador de Última Instancia (EUI) como solución, Minsky añadió un tercero: una economía capitalista financieramente compleja tenderá a generar inestabilidad (Wray 2013).

Las propuestas de reforma de Minsky son multifacéticas y algo eclécticas. En la esfera financiera estaba a favor de los bancos más pequeños; para apoyar la descentralización y el retorno a una banca orientada en las relaciones humanas, propuso la creación de un sistema de bancos de desarrollo comunitario. También favoreció medidas para mejorar la contratación, los controles del crédito directo, la mejora de las evaluaciones bancarias mediante un mayor uso de las tasas de descuentos y la regulación macroprudencial. Rechazó la vieja opinión dominante de que el banco central puede limitar la actividad bancaria mediante el racionamiento de reservas. Quería favorecer a las pequeñas empresas sobre las grandes corporaciones y abogó por la eliminación del impuesto sobre las ganancias corporativas. Como estudiante en Chicago había sido expuesto a la propuesta del 100 por ciento de coeficiente de reservas y estaba favorablemente dispuesto a estas ideas.

Sin embargo, sus opiniones sobre el papel de los “Grandes Jugadores” en la economía siguen siendo muy incongruentes con la visión Austriaca.

La teoría de Minsky sobre la endogeneidad de la oferta monetaria lleva claramente a la conclusión de que las políticas de expansión monetaria no son eficaces para controlar las fuerzas del mercado financiero y son particularmente ineficientes para controlar el impulso hacia las finanzas especulativas. Minsky sostiene que otros dos instrumentos de política: los déficits públicos y las intervenciones como prestamista de última instancia de la Reserva Federal, son extremadamente eficaces, si no para lograr el pleno empleo, al menos para limitar la volatilidad de los beneficios y la liquidez durante los ciclos económicos, y en concreto durante los períodos incipientes de crisis financieras.

Es importante ver que, en el modelo de Minsky de dos niveles de precios, se necesitan dos estabilizadores: un Gran Gobierno (GG) y un Gran Banco (GB). Basándose en la conocida identidad contable de Kalecki, según la cual, en una economía cerrada, los beneficios equivalen a la inversión más el déficit gubernamental,

Minsky sostiene que el efecto del déficit público durante una recesión es el de establecer un soporte para los beneficios (Minsky 1986[2008]; 1982). Así pues, el gasto público del Gran Gobierno puede compensar parcialmente la caída de los flujos de beneficios que resulta de una disminución de la inversión o de la reducción de unas expectativas demasiado optimistas, y de esta manera, proporciona un soporte a los precios de los bienes de consumo. Sin embargo, no puede compensar directamente la caída del valor de los activos de un banco que resulta de la caída de los precios de los bienes de capital. Por eso el Gran Gobierno, por sí mismo, no es suficiente para contrarrestar la inestabilidad. Un Gran Banco debe entrar para estabilizar los precios de los bienes de capital contrarrestando la escasez de liquidez de las empresas financieras en dificultades. Debido a los poderosos efectos de estas políticas, Minsky creía firmemente que otra crisis de deuda-deflación a gran escala, como la ocurrida en los años 30, se podría evitar.

En este escenario, el déficit público y las intervenciones del prestamista de última instancia, así como los posibles costes resultado de las prácticas financieras arriesgadas, se socializarían en gran medida, ya que son los gobiernos y no las empresas los que absorben esos costes. La socialización del riesgo del mercado financiero promueve la fragilidad ya que, como reconoció Minsky, una vez que los prestatarios y prestamistas se den cuenta de que la inestabilidad de los beneficios ha disminuido, habrá un aumento de la voluntad y la capacidad de las empresas y los banqueros para financiar la deuda. Si los flujos de caja para validar la deuda están virtualmente garantizados por las intervenciones del Gran Gobierno, entonces se fomenta la financiación a través de deuda de las inversiones en bienes de capital (Minsky 1986 [2008]).

Desde el punto de vista Austriaco, la inestabilidad cíclica y financiera no es inherente a las economías de libre mercado puramente capitalistas, sino que es esencialmente un fenómeno de economías mixtas (Ikeda 1997). Los Austriacos pueden cuestionar si la descripción del contexto institucional que hace Minsky es adecuada. La inestabilidad de las economías capitalistas que se ha observado a lo largo de la historia es en realidad la inestabilidad de un sistema mixto. En el marco teórico, esta circunstancia puede parecer que todavía deja la puerta abierta a la posibilidad de si la

inestabilidad financiera es inherente a las economías de libre mercado o si es en realidad una consecuencia de la intervención del gobierno. Sin embargo, los Austriacos suelen argumentar que el ciclo económico se genera por las intervenciones de las autoridades públicas en los procesos del mercado (Hayek 1979). En concreto, la inestabilidad observada en los regímenes bancarios actuales no constituye una evidencia *prima facie* de que es el sistema bancario el que se hace a sí mismo frágil. Los sistemas actuales se caracterizan por bancos centrales y otros organismos gubernamentales que tienen el poder de alterar el sistema (White 2015, 110).

Por lo tanto, los Austriacos han rechazado, cualquier tendencia hacia que un jugador asuma el mando y el control ya que creen que es un error que amenaza la riqueza y el bienestar de la sociedad. En su lugar, necesitamos restaurar el derecho individual y el liberalismo económico (Koppl 2014). En otras palabras, para reducir significativamente la incertidumbre del sistema y la influencia de los “Grandes Jugadores”, necesitamos tomar un “giro constitucional” (*constitutional turn*)¹⁴. Esa nueva constitución económica tendría que comprender: a) Disciplina fiscal, ya que cuando los ingresos del gobierno son suficientemente grandes, la incertidumbre sobre la factura fiscal se convierte en una incertidumbre destructiva del régimen y en un lastre para la producción¹⁵; b) Una constitución monetaria, ya que sólo si la austeridad actual se combina con reformas sensatas para crear una constitución monetaria sólida se reducirá la probabilidad de futuras crisis de la deuda¹⁶; c) Una constitución reguladora, ya que sin una verdadera reforma reguladora hay pocas esperanzas de abandonar el capitalismo clientelista que aumenta el papel de los “Grandes Jugadores”; deberíamos regular a los reguladores de la misma manera que los mercados regulan las empresas privadas (Koppl 2014).

En lo que respecta al entramado monetario, en el contexto de un régimen de bancos centrales, Selgin (1997) ha defendido la norma

¹⁴ Sobre economía constitucional en general, véase Van Den Hauwe (2005).

¹⁵ Para una propuesta concreta, véase Buchanan y Wagner (1977 [2000]).

¹⁶ Sobre reformar el papel del gobierno en el sistema monetario, véase White y otros (2015). Véase también T. Polleit y M. von Prollius (2010) y los *papers* de P. Altmiks (Hg.) (2010).

de productividad (*productivity norm*) como alternativa a las políticas que pretenden alcanzar una inflación cero (o positiva)¹⁷. Huerta de Soto (2012, 736) va más allá de una simple propuesta de regla monetaria para el comportamiento de los bancos centrales y sostiene que para establecer un sistema financiero y monetario verdaderamente estable, que inmune en la medida de lo humanamente posible de crisis y recesiones a nuestras economías, será preciso establecer: (1) la completa libertad de elección de la moneda; (2) el sistema de libertad bancaria y la abolición del banco central; y (3) lo más importante, que todos los agentes implicados en el sistema de libertad bancaria estén sometidos y cumplan, en general, las normas y principios tradicionales del derecho y, en particular, aquel importante principio de acuerdo con el cual nadie debe gozar de privilegio de poder prestar aquello que no le ha sido depositado a la vista: es decir, que es preciso mantener en todo momento un sistema bancario con un coeficiente del 100 por cien de reservas. Sin embargo, la definición de Huerta de Soto de banca libre no es compartida por los autores que abogan por un sistema bancario de reserva fraccionaria como alternativa a la banca central (Selgin 1988). Aunque la propuesta de una banca de reserva fraccionaria tiene varios problemas conceptuales (Van Den Hauwe 2009b), se puede esperar que el debate entre los dos enfoques continúe.

VII CONCLUSIONES

Aunque la interpretación que hace Minsky de la macroeconomía y del mensaje esencial de Keynes choca con otras afamadas interpretaciones alternativas, ha ido adquiriendo cada vez más influencia en los años posteriores a la CFG y cabe esperar que en los próximos

¹⁷ Bajo una “Norma de Productividad”, se evitaría que los cambios en la velocidad de circulación del dinero (al igual que con una norma de “Inflación Cero”) influyeran en el nivel de precios, a través de ajustes compensatorios en la oferta de dinero. En cambio, se permitiría que los “shocks de oferta”, como las guerras y las malas cosechas, provocaran un aumento en los precios de producción, mientras que las mejoras permanentes de la productividad provocarían una disminución en los precios de forma permanente. (ibíd. 10)

años se realicen nuevas investigaciones en la línea sugerida por Minsky. Algunas de las analogías y/o similitudes de su análisis teórico con el análisis proporcionado por la Escuela Austriaca sugieren una afinidad más que meramente superficial entre ambos enfoques teóricos y se puede encontrar cierto margen para una influencia cruzada o incluso para una integración teórica parcial entre ambas tradiciones de investigación, lo cual puede quedar más patente en los futuros trabajos relacionados con la teoría del ciclo económico y el papel de la innovación y las regulaciones financieras. No obstante, tanto en lo que respecta a la causalidad fundamental como a las conclusiones y prescripciones en materia política, ambos enfoques siguen siendo incompatibles a nivel fundamental y difíciles, si no imposibles, de conciliar.

Gran parte del desacuerdo sobre cuestiones políticas entre los Post-Keynesianos y los Austriacos depende de la respuesta a la pregunta de si las acciones e intervenciones de los “Grandes Jugadores” en las economías mixtas son estabilizadoras o desestabilizadoras. Los Post-Keynesianos creen que pueden, si se llevan a cabo de manera adecuada, ser estabilizadoras; los Austriacos, por el contrario, creen que, en su mayoría, tenderán a ser desestabilizadoras. Las conclusiones de Minsky sobre las cuestiones políticas manifiestan una falta de familiaridad con las conclusiones del análisis Austriaco sobre los problemas de planificación central de los “Grandes Jugadores” como el Gran Banco y el Gran Gobierno.

Incluso si los dos marcos teóricos no se contradijeran directamente entre sí, ya que en realidad son inconmensurables, se puede decir que el paradigma Austro-Wickselliano proporciona conocimientos que pueden complementar y corregir los análisis de Minsky sobre la experiencia histórica de la CFG y la Gran Recesión.

REFERENCIAS

- Acharya, V.V. and M. Richardson. 2011. “How Securitization Concentrated Risk in the Financial Sector”, in: Friedman. 2011: Chapter 7, 183-199.
- Altmiks, P. (Hg.). 2010. *Im Schatten der Finanzkrise—Muss das staatliche Zentralbankwesen abgeschafft werden?*. München: Olzog Verlag.

- Arnold, L.G. 2002. *Business Cycle Theory*. New York: Oxford University Press.
- Assenza, Tiziana, Domenico Delli Gatti and Mauro Gallegati. 2010. "Financial instability and agents' heterogeneity: a post Minskyan research agenda", in: Papadimitriou, D.B. and Wray L.R. 2010: 182-205.
- Backhaus, J. 2005. *The Elgar Companion to Law and Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Backhouse, R.E. 2014. "Hayek and Keynes." in: R. Garrison and N. Barry. 2014: 94-115.
- Bhattacharya, S., C.A.E. Goodhart, D. Tsomocos and A. Vardoulakis. 2011. "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Leverage Cycle", LSE Financial Markets Group Paper Series, Special paper 202.
- Beckworth, D. 2012. *Boom and Bust Banking—The Causes and Cures of the Great Recession*. Oakland: The Independent Institute.
- Bellofiore, R. and Piero Ferri. 2001a. *Financial Keynesianism and Market Instability—The Economic Legacy of Hyman Minsky. Volume I*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 2001b. "Introduction: 'Things fall apart, the centre cannot hold'", in: Bellofiore and Ferri. 2001a: 1-29 and in: Bellofiore and Ferri. 2001c: 1-29.
- 2001c. *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy—The Economic Legacy of Hyman Minsky. Volume II*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Bilo S. and R. E. Wagner. 2015. "Neutral money: Historical fact or analytical artifact?" *Review of Austrian Economics*. 28: 139-150.
- Blanchard, O., A. Amighini and F. Giavazzi. 2010. *Macroeconomics—A European Perspective*. Essex: Pearson.
- Bohm-Bawerk E. von. 1959. *Capital and Interest*. Illinois: Libertarian Press.
- Booth, P. (ed.) 2009. *Verdict on the Crash: Causes and Policy Implications*, London: The Institute of Economic Affairs.
- Buchanan, J.M. and R.E. Wagner. 1977 [2000]. *Democracy in Deficit—The Political Legacy of Lord Keynes*. Indianapolis: Liberty Fund.
- Butos, W.N. 1985. "Hayek and General Equilibrium Analysis." *Southern Economic Journal*. Vol. 52, No. 2: 332-343.

- Butos, W.N. and R. Koppl. 1993. "Hayekian Expectations: Theory and Empirical Expectations." *Constitutional Political Economy*, Vol. 4, N° 3: 303-29.
- Cachanosky, Nicolas and A. W. Salter. 2017. "The view from Vienna: An analysis of the renewed interest in the Mises-Hayek theory of the business cycle." *The Review of Austrian Economics*, Vol. 30, N° 2: 169-192.
- Caldwell, B. 1995. *Contra Keynes and Cambridge, The Collected Works of F.A. Hayek Volume 9*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Cantillon, R. 1755 [2001]. *Essay on the Nature of Commerce in General*. London: Transaction Publishers.
- Cochran, J.P. and F.R. Glahe. 1992. "The Use and Abuse of Equilibrium in Business Cycle Theory—A Praxeological Approach." *Cultural Dynamics*, 5: 356-70.
- 1999. *The Hayek-Keynes Debate—Lessons for Current Business Cycle Research*. Lewiston: The Edwin Mellen Press.
- Colander D., M. Goldberg, A. Haas, K. Juselius, A. Kirman, T. Lux and B. Sloth. 2011. "The Financial Crisis and the Systemic Failure of the Economics Profession." In: J. Friedman 2011, Chapter 12: 262-278.
- D'Apice V. and G. Ferri. 2010. *Financial Instability*. New York: Palgrave.
- De Antoni, E. 2010. "Minsky's 'financial instability hypothesis': the nottoo-Keynesian optimism of a financial Cassandra." in: Zambelli. 2010: 462-84.
- De Grauwe, P. 2012. *Lectures in Behavioral Macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press.
- Dejuán, Ó, Febrero E. and Marcuzzo, M.C. 2011. *The First Great Recession of the 21st Century*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Detzer D. and H. Herr 2015. "Theories of Financial Crises as Cumulative Processes." in: Hein et al. 2015, Chapter 3: 115-161.
- Eggertsson G.B. and P. Krugman. 2012. "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach." *The Quarterly Journal of Economics*, 1469-1513.
- Fazzari, S. and Dimitri B. Papadimitriou (eds.). 1992. *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*. New York: Sharpe.
- Fillieule, R. 2010. *L'école autrichienne d'économie—Une autre hétérodoxie*. France: Septentrion.

- Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crises in the United States*, New York: PublicAffairs.
- Fisher, I. Oct. 1933. "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1, 337-357.
- Flanders, J. 2015. "It's Not a Minsky Moment, It's a Minsky Era, Or: Inevitable Instability." *Econ Journal Watch* 12(1): 84-105.
- Friedman J. (ed.). 2011. *What Caused the Financial Crisis?* Oxford: University of Pennsylvania Press.
- Friedman, J. and Wladimir Kraus. 2011. *Engineering the Financial Crisis—Systemic Risk and the Failure of Regulation*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Garrison, R.W. 1978. "Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition." In: Spadaro L.M. (ed.). 1978.
- 1992. "Is Milton Friedman a Keynesian? In: Skousen. 1992: 131-47.
- 2001. *Time and Money—The Macroeconomics of Capital Structure*. London: Routledge.
- 2004. Overconsumption and Forced Saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle, *History of Political Economy* 36:2, pp. 323-349
- 2005. "The Austrian School." in: Snowdon B. and Vane H.R. 2005: 474-516.
- and N. Barry. 2014. *Elgar Companion to Hayekian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Gjerstad, S.D. and V.L. Smith. 2014. *Rethinking Housing Bubbles—The Role of Household and Bank Balance Sheets in Modeling Economic Cycles*. New York: Cambridge University Press.
- Gloria-Palermo, S. 1999. *The Evolution of Austrian Economics*. London: Routledge.
- Godley, W. and M. Lavoie. 2012. *Monetary Economics—An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. New York: Palgrave Macmillan.
- Goodspeed, T. B. 2012. *Rethinking the Keynesian Revolution*. New York: Oxford University Press.
- Gordon, R.J. .2012. *Macroeconomics*. New York: Pearson.
- Greenberger, M. 2013. "Derivatives in the Crisis and Financial Reform." Chapter 23, in: Wolfson and Epstein. 2013: 467-490.

- Hayek, F.A. 1931-2. "Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes." in: Caldwell. 1995: 121-146 and 174-197.
- 1937 [1939]. "Investment that Raises the Demand for Capital." in: Hayek 1939: 73- 82.
- 1939. *Profits, Interest and Investment*. London: Routledge & Kegan Paul.
- 1945. "The use of knowledge in society." *American Economic Review*, 35 (4): 519-30, reprinted in: Hayek F.A. 1948 [1980]: 77-91.
- 1948 [1980]. *Individualism and Economic Order*. Chicago: University of Chicago Press.
- 1933 [2008]. *Monetary Theory and the Trade Cycle*, in: Salerno J. T. (ed.) 2008. *Prices and Production and Other Works F. A. Hayek On Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.
- 1969 [1978]. "Three Elucidations of the Ricardo Effect." in: Hayek 1978: 165-178.
- 1978. *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*. London: Routledge and Kegan Paul.
- 1979. *Unemployment and Monetary Policy—Government as Generator of the "Business Cycle."* Cato Paper N° 3, San Francisco: Cato Institute.
- Hein, E., D. Detzer and N. Dodig (eds.). 2015. *The Demise of Finance-Dominated Capitalism—Explaining the Financial and Economic Crises*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Higgs, R. 1997. "Regime uncertainty: why the Great Depression lasted so long and why prosperity resumed after the war." *Independent Review*, Volume I N°4: 561-90.
- Horwitz, S. 2000. *Microfoundations and Macroeconomics—An Austrian Perspective*, London: Routledge.
- Howden, D. 2011. *Institutions in Crisis—European Perspectives on the Recession*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Huerta de Soto, J. 2010. *Socialism, Economic Calculation and Entrepreneurship*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 2011. "A brief note on economic recessions, banking reform, and the future of capitalism." in: Dejuán et al. 2011: 33-41.
- 2012. *Money, Bank Credit and Economic Cycles*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.

- 2018. Credit Expansion Squanders Capital, Mises Wire, 09/15/2018.
- Ikeda, S. 1997. *Dynamics of the Mixed Economy*. London: Routledge.
- Jablecki, J. and Mateusz Machaj 2001. "A Regulated Meltdown: The Basel Rules and Banks' Leverage." in: Friedman 2011. Chapter 8: 200-227.
- Kalecki 1965 [2009]. *Theory of Economic Dynamics*. New York: George Allen & Unwin.
- Kates, S. (ed.). 2010. *Macroeconomic Theory and its Failings*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 2011. *The Global Financial Crisis—What Have We Learnt?* Cheltenham: Edward Elgar.
- Keynes, J.M. 1930 [2011]. *A Treatise on Money*. Mansfield: Martino Publishing.
- 1936 [1997]. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Prometheus Books.
- Koo, R.C. 2015. *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*. Singapore: Wiley.
- Koppl, R. 2002. *Big Players and the Economic Theory of Expectations*. New York: Palgrave.
- and W.J. Luther 2012. "Hayek, Keynes and modern macroeconomics." *Review of Austrian Economics*, 25: 223-241.
- 2014. *From Crisis to Confidence: Macroeconomics after the Crash*. London: IEA.
- Kregel, J.A. 1992. "Minsky's "Two-Price" Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting versus Open Market Intervention." in: Fazzari and Papadimitriou 1992: 85-103.
- 2008. "Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market." *International Journal of Political Economy*, Vol. 37, no. 1: 3-23.
- 2013. "Political Economy Approaches to Financial Crisis: Hyman Minsky's Financial Fragility Hypothesis." Chapter 8 in: Wolfson and Epstein 2013: 159-171.
- Lachmann, L. 1937 [1994]. "Uncertainty and Liquidity-Preference." In: Lavoie D. (ed.). 1994: 29-41.
- 1956 [1978]. *Capital and its Structure*. Menlo Park: Institute for Humane Studies.
- Lavoie, D. (ed.). 1994. *Expectations and the Meaning of Institutions*, London: Routledge.

- Lavoie M. and M. Seccareccia. 2001. "Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link?" in: R. Bellofiore and P. Ferri. 2001b: 76-96.
- Leijonhufvud, A. 1981a. *Information and Coordination—Essays in Macroeconomic Theory*. New York: Oxford University Press.
- 1981b. "The Wicksell Connection: Variations on a Theme." in: Leijonhufvud 1981a: 131-202.
- 2009. "Out of the corridor: Keynes and the crisis." *Cambridge Journal of Economics*, 33: 741-757.
- Machlup, F. 1976. "Hayek's Contribution to Economics." in: Machlup. (ed.). *Essays on Hayek*, Hillsdale, Mich.: Hillsdale College Press: 13-59.
- Mansharamani V. 2011. *Boombustology—Spotting Financial Bubbles Before They Burst*, Hoboken: Wiley.
- Mehrling, P. 1999. "The vision of Hyman P. Minsky." *Journal of Economic Behavior & Organization*, 39: 129-58.
- Meltzer, A.H. 1988. *Keynes's Monetary Theory—A Different Interpretation*, New York: Cambridge University Press.
- Menger, C. 1871 [1994]. *Principles of Economics*, Grove City: Libertarian Press.
- Minsky, H.P. 1975 [2008]. *John Maynard Keynes*, New York: McGraw Hill.
- 1982. *Can "It" Happen Again—Essays on Instability and Finance*. New York: Sharpe.
- 1986 [2008]. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.
- 1987. "Securitization". *Policy Note 2008/2*. Downloaded from Website The Levy Economics Institute of Bard College.
- 1993. "On the non-neutrality of money." *FRBNY Quarterly Review* (Spring), 77-82.
- 1994 [2012]. "Financial Instability Hypothesis." in Wray 2012 543-48.
- 2004. *Induced Investment and Business Cycles*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Mises, L. von. 1949 [1966]. *Human Action—A Treatise on Economics*. Fourth Revised Edition, New York: FEE.
- Mishkin, F.S. 2013. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. New York: Pearson.

- Murphy, D. 2009. *Unravelling the Credit Crunch*. London: CRC Press.
- O'Driscoll G. P. and Rizzo M.J. 1996. *The Economics of Time and Ignorance*. London: Routledge.
- O'Driscoll, G. P. 2011. "Hayek and Keynes: What Have We Learned?" *The Journal of Private Enterprise*, 27(1): 29-38. Page West III G. and Robert M. Whaples (eds.). 2013. *The Economic Crisis in Retrospect—Explanations by Great Economists*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Papadimitriou, D.B. 2004. "Introduction." in: Minsky 2004: ix-xvi.
- Papadimitriou, D.B. and L. Randall Wray. 2010. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Polleit, T. and M. von Prollius. 2010. *Geldreform—Vom schlechten Staatsgeld zum guten Marktgeld*. Grevenbroich: Lichtschlag Medien.
- Posner, R.A. 2011. "The Causes of the Financial Crisis." in: Friedman 2011: 279-94.
- Prychitko, D.L. 2010. "Competing explanations of the Minsky moment: The financial instability hypothesis in light of Austrian theory." *Review of Austrian Economics*, 23: 199-221.
- Rabin, A.A. 2004. *Monetary Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ravier, A.O. 2013. "Dynamic Monetary Theory and the Phillips Curve with a Positive Slope." *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 16, N° 2: 165-86.
- Rodriguez, A., Turmo J. and O. Vara. 2014. *Financial Crisis and the Failure of Economic Theory*. London: Pickering & Chatto.
- Rosser J.B., M.V. Rosser, and M. Gallegati. 2012. "A Minsky-Kindleberger Perspective on the Financial Crisis." *Journal of Economic Issues*. Vol. XLVI, N° 2: 449-458.
- Rothbard, M.N. 1962 [2004]. *Man, Economy, State*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.
- Salin, P. 2010. *Revenir au capitalisme—Pour éviter les crisis*. Paris: Odile Jacob.
- Selgin G.A. 1988. *The Theory of Free Banking—Money Supply under Competitive Note Issue*. Rowman & Littlefield.
- 1997. *Less Than Zero—The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*. London: IEA.
- Sinn, Hans-Werner. 2010. *Casino Capitalism*, New York: Oxford University Press.
- Simpson, D. 2013. *The Rediscovery of Classical Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.

- Skousen, M. (ed.). 1992. *Dissent on Keynes—A Critical Appraisal of Keynesian Economics*. New York: Praeger.
- 2015. "Linking Austrian and Keynesian Economics: A Variation on a Theme." *The Journal of Private Enterprise*, 30(4): 97-112.
- Smith, V.L. 1991. *Papers in Experimental Economics*. New York: Cambridge University Press.
- Suchanek, G.L. and Williams, A.W. 1988. "Bubbles, crashes, and endogenous expectations in experimental spot asset markets." in: Smith, V.L. 1991: 339-371.
- Smithin, J. 2013. *Essays in the Fundamental Theory of Monetary Economics and Macroeconomics*. Singapore: World Scientific.
- Snowdon B. and Vane H.R. 2005. *Modern Macroeconomics—Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Sorensen, P.B. and H.J. Whitta-Jacobsen. 2010. *Introducing Advanced Macroeconomics—Growth and Business Cycles*. London: McGraw-Hill.
- Spadaro, L.M. 1978. *New Directions in Austrian Economics*. San Francisco: Institute for Humane Studies.
- Sraffa, P. 1932 [1995]. "Dr. Hayek on Money and Capital." in: Caldwell. 1995: 198-209.
- Taylor, J.B. 2009. *Getting Off Track—How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press.
- 2011. "Monetary Policy, Economic Policy and the Financial Crisis: An Empirical Analysis of What Went Wrong." in: Friedman 2011: 150-171.
- Tymoigne, E. and L. Randall Wray. 2014. *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*. London: Routledge.
- Van Den Hauwe, L. 2005. "Constitutional economics II." in Backhaus. 2005: 223-238.
- 2009a. *Foundations of Business Cycle Research Volume I*, Saarbrücken: VDM Verlag.
- 2009b. *Three Essays in Monetary Theory*. Norderstedt: BoD.
- 2011a. "John Maynard Keynes and Ludwig von Mises on Probability." *Journal of Libertarian Studies* 22, No. 1: 471-507.
- 2011b. "Hayek, Gödel, and the case for methodological dualism." *Journal of Economic Methodology*, Vol. 18, N° 4: 387-407.
- Wallison, P.J. 2011. "Credit-Default Swaps and the Crisis." in: Friedman 2011, Chapter 10: 238- 248.

- White, L.H. 2011. "The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle." in: Friedman 2011. Chapter 9: 228-237.
- 2015. "Skepticism About Minsky's Financial Instability Hypothesis: A Comment on Flanders." *Econ Journal Watch* 12(1): 106113.
- White, L.H., Vanberg, V. and E. Köhler. 2015. *Renewing the Search for a Monetary Constitution—Reforming Government's Role in the Monetary System*. Washington: The Cato Institute.
- Wicksell, K. 1936 [1965]. *Interest and Prices*. New York: Augustus M. Kelley.
- Wolf, M. 2014. *The Shifts and the Shocks*. London: Allen Lane.
- Wolfson, M.H. and G.A. Epstein. 2013. *The Handbook of The Political Economy of Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Wray, L.R. 1992. "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money." in: Fazzari and Papadimitriou 1992: 161-180.
- 2012. *Theories of Money and Banking Volume II*. Cheltenham: Elgar Research Collection.
- 2013. "A Minskyan Road to Financial Reform." Chapter 35 in: Wolfson and Epstein. 2013: 696-710.
- 2016. *Why Minsky Matters—An Introduction to the Work of a Maverick Economist*. Princeton: Princeton University Press.
- Yeager, L. 1988. "The Austrian School on Money and Gold." *Journal of Economic Studies*. 15(3/4): 92-105.
- Zambelli, S. (ed.). 2010. *Computable, Constructive and Behavioural Economic Dynamics*. London: Routledge.