

**COMPORTAMIENTOS ESPECULATIVOS, AUTORIDAD
MONETARIA Y DEMANDA EFECTIVA**
La crisis global y la política monetaria norteamericana

Autor:

Juan Matías De Lucchi

Documento de Trabajo Nº 65. – Enero de 2015





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JUAN MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

VERÓNICA GRONDONA

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

ESTANISLAO MALIC

ANDREA MEDINA

MARÍA SOL RIVAS

MARÍA ANDREA URTURI

INVESTIGADORES INVITADOS

CLAUDIO CASPARRINO

NORBERTO E. CROVETTO

ALEJANDRO GAGGERO

EVELIN GOLDSTEIN

GUILLERMO HANG

MATÍAS KULFAS

ERNESTO MATTOS

FERNANDO PORTA

MAGDALENA RUA

ARIANA SACROISKY

JUAN SANTARCÁNGELO

DANIEL SCHTEINGART

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNÁNDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

FEDERICO PASTRANA

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Índice

1. Introducción.....	4
2. ¿Mercados Eficientes?.....	6
3. Finanzas Comportamentales	10
4. Soros: “It is our style of making money”	13
5. La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera	16
6. Crecimiento, distribución y crisis financiera en Estados Unidos	22
6.1. Política monetaria no convencional: ¿Trampa de la liquidez?	30
7. Conclusiones	36
Bibliografía.....	37

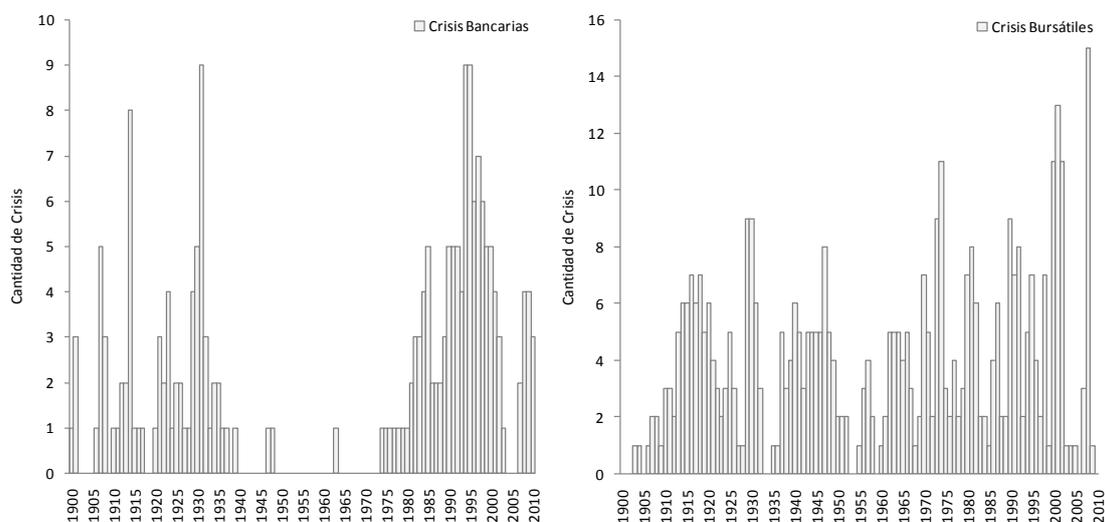
1. Introducción

A partir de la llamada globalización financiera a finales de los años setenta, las investigaciones acerca del comportamiento de los mercados financieros comenzaron a ganar terreno dentro de la literatura económica. Desde la crisis global de 2008, el tema recobró un renovado interés no solo desde sectores académicos, sino también financieros, periodísticos y políticos. La entrega de los premios Nobel 2013 a los economistas Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen y Robert J. Shiller, un reconocimiento de cierto eclecticismo a la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME) y a las Finanzas Comportamentales (FC), bien podría enmarcarse en esta renovada inquietud por la comprensión de las crisis financieras aunque, paradójicamente, bajo el prisma de los abordajes tradicionalmente aceptados. Probablemente, la caracterización algo espontánea de “Momento Minsky” a la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers* en septiembre de 2008 ha sido una de las expresiones más emblemáticas de las limitaciones del saber convencional para dar cuenta del fenómeno en curso.

De todas maneras, al cabo de seis años de crisis global, el pensamiento tradicional no parece haber retrocedido lo suficiente como para permitir el surgimiento de un nuevo paradigma. Tal vez, aquellas referencias a Hyman Minsky, un economista post-keynesiano que realizó grandes aportes a la comprensión de la dinámica de los mercados financieros, estuvieron más motivadas por el desconcierto que por la reflexión.

Si bien la reciente crisis global proveyó una robusta evidencia empírica acerca de la incapacidad de autorregulación de los mercados financieros, la misma simplemente ha reforzado las regularidades del pasado. Una de las primeras conclusiones que se pueden abordar de la extensa recopilación estadística de Reinhart y Rogoff (2011) es que los períodos posteriores a la crisis de 1929 y a la segunda guerra mundial, que han sido caracterizados por una gran estabilidad financiera, se han desarrollado sobre la base de fuertes esquemas de regulación macro-prudencial (Figuras 1 y 2). En el caso del sistema bancario, la evidencia es notable. Con el surgimiento de la globalización financiera y la desregulación neoliberal, la cantidad de crisis bancarias y financieras se extendieron considerablemente. Asimismo, la dinámica es similar a la que se observa en el período previo a la crisis de los años treinta, mostrando así que los mercados financieros desregulados pueden por sí mismos recrear condiciones de inestabilidad independientemente de su profundidad y complejidad en lo que respecta a su diversificación de instrumentos. Aunque, por

supuesto, la innovación financiera tiende a amplificar la inestabilidad en mercados desregulados.



Figuras 1 y 2: Número total de crisis bancarias y bursátiles en los países miembros del G20¹
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reinhart y Rogoff²
(www.reinhartandrogoff.com)

La globalización financiera y el surgimiento del neoliberalismo, lejos de haber sido una suerte de reversión natural a supuestas condiciones de desregulación de los mercados financieros, ha sido el resultado de una ardua reconfiguración política y normativa. No solo se ha retrocedido en lo que respecta a la regulación sino que se han instaurado nuevos patrones de acción en la política monetaria (Wierzba *et al*, 2008). El concepto de banco central “independiente” y el énfasis en el control de la inflación como único objetivo han marcado una ruptura con las funciones históricas de las autoridades monetarias (Goodhart, 2010).

El objetivo del presente trabajo es, en una primera parte, realizar una breve y, sin duda, arbitraria reseña sobre algunos planteos críticos y debates en torno a la HME. Es importante destacar que la literatura dedicada a la investigación de los comportamientos financieros es extensa y diversificada. La selección de tópicos y enfoques presentada aquí responde a los objetivos de este trabajo, lo que no necesariamente significa que aquellos conceptos que puedan estar faltando sean irrelevantes no solo para la literatura en general sino también para este trabajo en particular. Se trata simplemente de una simplificación analítica que a grandes rasgos cumple con el objetivo de este trabajo. Luego, a partir de estos conceptos, se intentará

¹ Según Reinhart y Rogoff (2011): “Identificamos una crisis bancaria por dos tipos de eventos: 1) pánicos bancarios que conducen al cierre, fusión o adquisición por parte del sector público de una o más instituciones financieras, y 2) si no hay pánicos, el cierre, fusión, adquisición o apoyo a gran escala por parte del Gobierno de una institución financiera importante (o grupo de instituciones), dando así inicio a una serie de desenlaces similares para otras instituciones financieras” (Reinhart y Rogoff, 2011, p. 39)

² Por inconvenientes técnicos en el sitio web de Reinhart y Rogoff no se pudo incluir a Rusia, Arabia Saudita y Sudáfrica.

repensar nuevamente las causas y, sobre todo, los desafíos que ha planteado la crisis global en materia de política económica.

En la sección 2 se presentará brevemente la HME y sus problemas empíricos. En la sección 3 introduciremos las respuestas de las FC ante la evidencia empírica. En la sección 4 se mencionarán algunos conceptos que se derivan de la llamada “teoría de la reflexividad” de George Soros que, aun arriesgándonos a sobreestimar su relevancia en la literatura financiera, no deja de plantear aspectos interesantes. En la sección 5 presentamos las características más relevantes de acuerdo a nuestros objetivos de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (HIF) de Hyman Minsky. Finalmente, en la sección 6 reintroduciremos el debate de la crisis global de 2008 y los desafíos de la política económica de los Estados Unidos y los países desarrollados.

2. ¿Mercados Eficientes?

Dentro del campo de la teoría neoclásica, la HME surge en los años setenta en el contexto la “revolución de las expectativas racionales” propuesta por Muth (1961) y desarrollada por Robert Lucas, Thomas Sargent, Robert Barro, Edward Prescott y Neil Wallace. Según Muth (1961):

“desde el momento en que [las expectativas de los agentes económicos] son predicciones informadas de eventos futuros, éstas son esencialmente las mismas predicciones que las de la teoría económica relevante” (Muth, 1961, p. 316, traducción del autor).

La versión extrema de las expectativas racionales es desarrollada por la escuela Nuevo Clásica, la cual supone que las expectativas acerca de determinadas variables simplemente serán su objetiva esperanza matemática condicional. Dicho de otro modo, un mercado financiero es eficiente si sus precios reflejan perfectamente la información disponible (Fama, 1970). Así, si bien podría haber errores de expectativas a nivel individual, por definición, estos errores se cancelan en la media para garantizar la eficiencia del mercado.

Al contrario de lo que usualmente se afirma, la HME, en tanto razonamiento neoclásico, poco tiene que ver con la “mano invisible” del clásico Adam Smith. Según Pérez-Caldentey y Vernengo (2010),

“mientras que para los autores clásicos, como Smith, Ricardo o Marx, eficiencia significaba que la economía sería más dinámica y capaz en la acumulación de capital (la riqueza de las naciones), para los actuales y dominantes modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DSGE) cada precio, basado en dotaciones de factores, preferencias de los agentes y perfecta información, es un precio de equilibrio. Los precios de mercado no fluctúan hacia precios de equilibrio

de largo plazo. En otras palabras, cada precio de corto plazo es uno de equilibrio si los agentes asumen un modelo correcto y toda la información. Eficiencia en la asignación es a lo que se refiere la moderna versión neoclásica de los mercados racionales (Pérez-Caldentey y Vernengo, 2010, p. 73, traducción del autor)

Un modelo simplificado de la HME presupone que la tasa de retorno de un activo financiero sigue un paseo aleatorio (*random walk*) imposible de predecir. De esta manera, los mercados eficientes garantizan que no haya oportunidades de arbitraje (y por lo tanto ganancias extraordinarias) ni tenga sentido racional realizar apuestas especulativas por parte de los inversores.

Una de las críticas más fuertes con base empírica tiene que ver con el conocido “test de Shiller” (Shiller, 1981; Le Roy y Porter, 1981). A grandes rasgos, la HME sería incapaz de explicar, por medio de sus presupuestos, el “exceso de volatilidad” de los precios (reales) en el mercado de valores. La HME afirma que el precio actual de un activo P es la esperanza matemática condicional E del valor presente de su flujo de fondos futuro P^* , por ejemplo, dividendos D en el caso de acciones:

$$P_t = E_t P_t^*$$

siendo

$$P_t^* = \frac{D_t}{(1+r)} + \frac{D_{t+1}}{(1+r)^2} + \frac{D_{t+2}}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_{t+k}}{(1+r)^n}$$

y r una tasa de descuento. Asimismo, si P es conocido en el periodo t , se puede afirmar que el valor presente P^* es igual al precio actual más un error de pronóstico U . Como el error de pronóstico no puede estar correlacionado con el pronóstico mismo, entonces, U no puede estar correlacionado con P .

$$P_t^* = P_t + U_t$$

Por lo tanto, dado que la varianza de la suma de dos variables no correlacionadas (aleatorias) es la suma de sus varianzas, sigue que:

$$var(P_t^*) = var(P_t) + var(U_t)$$

Asimismo, dado que las varianzas no pueden ser negativas, la condición es que la varianza (y el desvío estándar) de P^* es un “techo” de la varianza (y el desvío estándar) de P :

$$var(P_t^*) \geq var(P_t)$$

$$\sigma(P_t^*) \geq \sigma(P_t)$$

Sin embargo, de acuerdo con el “test de Shiller”, ésta condición es violada sistemáticamente por la evidencia empírica (Figura 3). Según Shiller (2003):

“si uno computa para cada año desde 1871 el valor presente subsecuente de los dividendos reales pagados sobre el índice de precios de Standard & Poor, descontado por una tasa de descuento real constante igual al promedio geométrico 1871-2002 del retorno real sobre el mismo índice de Standard & Poor, uno encuentra que el valor presente, una vez graficado a través del tiempo, se comporta extraordinariamente como una tendencia estable. Contrariamente, el índice de precios de Standard & Poor oscila violentamente hacia arriba y abajo alrededor de esta tendencia” (Shiller, 2003, p. 85, traducción del autor)

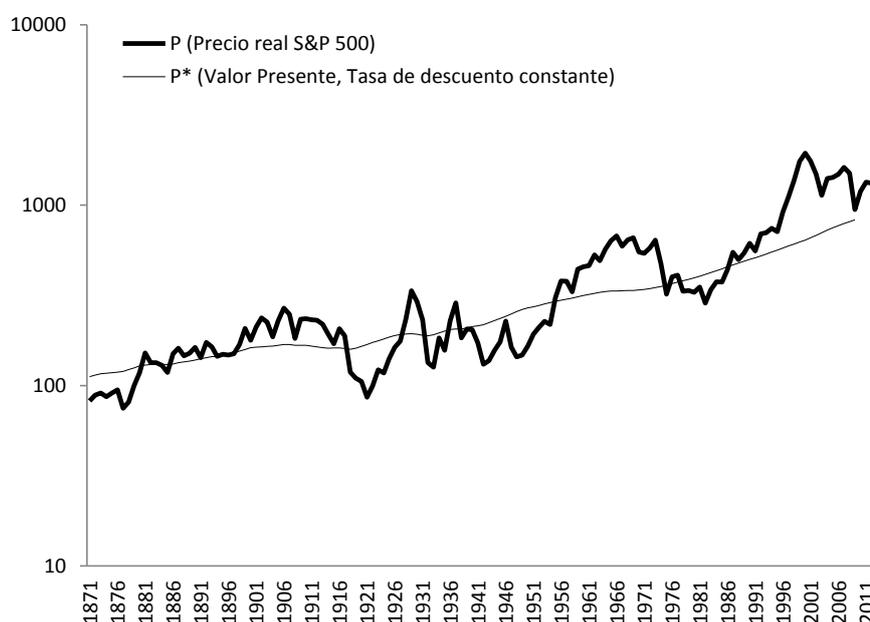


Figura 3: Índice de precios (reales) del Standard & Poor 500 (S&P 500) (Precios de Mercado, P) y del valor presente de los dividendos reales en el S&P 500 (Precios de equilibrio, P*) en escala logarítmica³

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller>)

De todas formas, también es cierto que dicho test ha generado algunas controversias, por ejemplo, en lo que respecta al supuesto de una tasa de descuento constante. Sin pretensión de desarrollar en profundidad dichas controversias, solo presentaremos brevemente algunas respuestas del mismo Shiller. El presupuesto de la tasa de descuento constante puede ser una primera aproximación para testear la HME. Sin embargo, se podrían construir modelos de mercados eficientes basados en

³ Según Shiller (2003), el promedio geométrico del retorno real para toda la serie es 6,61 por ciento. Asimismo, los dividendos después del 2002 fueron asumidos iguales a los del 2002 divididos 1,25 veces y creciendo al promedio geométrico histórico de la tasa de crecimiento de los dividendos (1,11 por ciento)

tasas de descuento variables. Por ejemplo, en un caso, Shiller sustituye la tasa de descuento constante del análisis anterior por la tasa de interés a un año de plazo. Así, si bien presenta mayor volatilidad que con una tasa de descuento constante, los precios de mercados continúan siendo más volátiles que el valor presente de los dividendos reales, sobre todo para la última mitad del siglo (Figura 4). También, en otro caso, siguiendo los modelos sugeridos por Merton (1973), Lucas (1978) y Breeden (1979), en donde los agentes racionales conocen sus respectivas funciones de utilidad, Shiller aplica una tasa marginal de sustitución del consumo (ver Grossman y Shiller, 1981). Para este caso, Shiller (2003) afirma que:

“el valor presente de los dividendos, como se descuenta en este modelo, tuvo solo una tenue relación con los precios actuales de mercado, y no pareció ser lo suficientemente volátil como para justificar el movimiento de los precios, a menos que empujemos el coeficiente de aversión al riesgo relativo hacia niveles ridículamente altos, más altos que el valor de tres como fue usado para el gráfico” (Shiller, 2003, p. 89, traducción del autor)

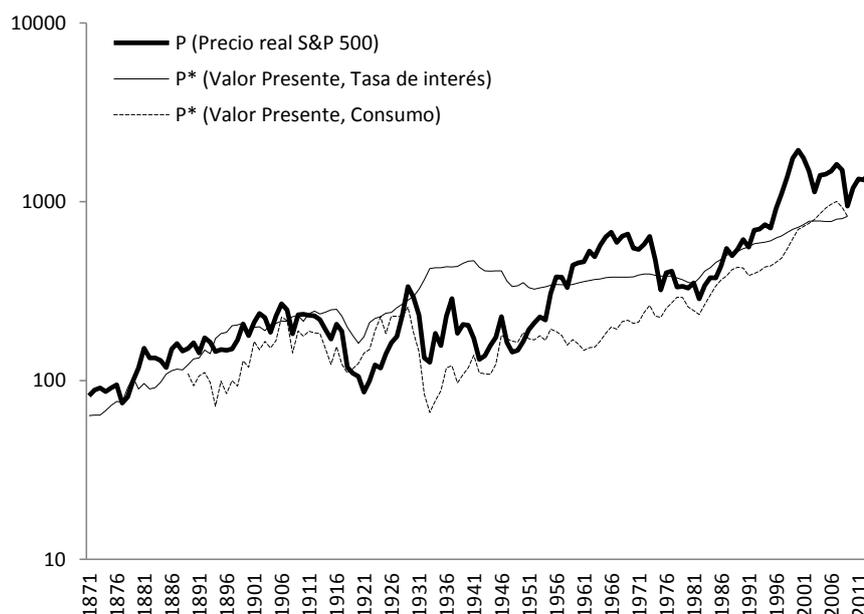


Figura 4: Índice de precios (reales) del Standard & Poor 500 (S&P 500) (Precios de Mercado, P) y del valor presente de los dividendos reales en el S&P 500 (Precios de equilibrio, P*) en escala logarítmica considerando dos tasas de descuento variables diferentes (tasa de interés y tasa marginal de sustitución del consumo)⁴

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller>)

⁴ Según Shiller (2003), la tasa de interés refleja la tasa de interés a un año de plazo más el premio de riesgo, esto es, el promedio geométrico del retorno real en el mercado menos el promedio geométrico de la tasa de interés real a un año. Asimismo, la tasa marginal de sustitución del consumo se refiere a un agente representativo con un coeficiente de aversión al riesgo de 3 y que consume el consumo real de no durables y servicios per cápita de las cuentas nacionales de Estados Unidos.

En otras palabras, más allá de las diferentes versiones de modelos de mercados eficientes (basados en tasas de descuento constantes o variables), el “exceso de volatilidad” de los precios de mercado no podría ser explicado por cambios en los *fundamentals* de los activos, tales como las preferencias, las dotaciones de factores y la tecnología, sino por otros factores que no son considerados por la HME. Según Shiller (2003):

“la volatilidad anómala es mucho más profunda que aquella representada por rigideces de precios, ensayos de prueba y error o incluso por *overshooting* en el tipo de cambio. La evidencia con relación al exceso de volatilidad parece, al menos para algunos observadores, dar a entender que los cambios en los precios ocurren sin una razón fundamental y se producen a causa de fenómenos tales como “*sunspot*”, “*animal spirits*” o solo por psicología de masas” (Shiller, 2003, pp.84, traducción del autor)

Por lo tanto,

“está claro que el nivel de volatilidad del mercado de valores en general no puede ser explicado satisfactoriamente con ninguna de las variantes del modelo de mercados eficientes, en el cual los precios de los valores se forman mirando el valor presente de futuros retornos” (Shiller, 2003, pp.90, traducción del autor)

3. Finanzas Comportamentales

En los años noventa surge un proyecto de investigación que intenta incorporar aspectos de la psicología humana al comportamiento de los mercados financieros. A partir de la evidencia empírica desarrollada hasta entonces, y que nosotros parcialmente reprodujimos en la sección anterior, las llamadas FC constituyeron un nuevo enfoque crítico de la HME. De acuerdo a esta visión alternativa los precios de los activos financieros siguen, en general, procesos de retroalimentación especulativa. Las eventuales “burbujas” financieras reproducen expectativas de apreciación basadas largamente en apreciaciones pasadas, es decir, se desarrollan más sobre la base de comportamientos adaptativos que racionales (en el sentido de la HME). Por ello, cuando el “consenso” optimista se quiebra por alguna razón, el proceso se retroalimenta negativamente y la burbuja explota.

Uno de los ejemplos históricos más conocidos en la literatura financiera tiene que ver con la burbuja de los tulipanes holandeses en 1630s, cuando los precios de los tulipanes entraron en una fase de expansión hasta que el consenso alcista se derrumbó. Según la interpretación de las FC, los precios en los mercados de valores reflejan el comportamiento humano y su psicología basada en estados de euforia o exitismo y pesimismo o pánico. Por lo tanto, para entender la dinámica de los

mercados financieros habría que focalizarse en la subjetividad de sus operadores y no en la esperanza matemática condicional de los retornos futuros.

No obstante, desde la HME han surgido algunas críticas a los procesos de retroalimentación positiva de las FC. De acuerdo a la evidencia empírica, sugiere la crítica, la dinámica de los precios de los activos parecen ser más consistentes con procesos de paseos aleatorios (*random walk*) que con procesos de correlación unidireccional en serie. Sin embargo, Shiller (1990) responde desde las FC que los inversores, en realidad, reaccionan gradualmente a los cambios de precios y no sistemáticamente a partir de cambios de cortísimo plazo. Por ello, diferentemente a un paseo aleatorio, los precios podrían ser convenientemente interpretados como procesos auto-regresivos de primer orden. Dado el siguiente proceso estocástico,

$$P_t = \alpha P_{t-1} + \varepsilon_t$$

donde ε es normalmente distribuida con media cero y varianza igual a uno y α es un parámetro, el proceso será un paseo aleatorio si $\alpha = 1$ o un proceso auto-regresivo que revierte a la media si $-1 < \alpha < 1$. Así, según Shiller, la confusión por parte de los defensores de la HME tiene que ver con que cuanto más cercano a 1 sea α más parecido a un paseo aleatorio será el proceso.

Basado en investigaciones sobre la psicología cognitiva, las FC adhieren a la idea de que la evaluación humana sobre la probabilidad de eventos futuros muestra sesgos sistemáticos. Según los psicólogos Tversky y Kahneman (1974) los juicios humanos y la toma de decisiones están basados en la heurística de representatividad, es decir, en la predicción de eventos futuros a través de la búsqueda de coincidencias con patrones del pasado.

De todas maneras, vale aclarar que la HME reconoce la posibilidad de agentes irracionales como postulan las FC, es decir, agentes con posturas compradoras (vendedoras) cuando el precio sube (baja). No obstante, a diferencia de las FC, para la HME estas fuerzas desestabilizadoras serían neutralizadas por la presencia de agentes racionales. Ante las operaciones de los agentes irracionales y mal informados (*positive feedback traders*) que tienden a desajustar los precios actuales de los de equilibrio, los operadores racionales (*smart money*) y bien informados conocedores de los *fundamentals* actuarían en el sentido contrario y garantizarían la eficiencia del mercado. Este argumento no parece convincente desde el momento en que los mismos especuladores racionales podrían tornarse en factores de amplificación más que de estabilización de las tendencias irracionales del mercado. Según DeLong *et al* (1990):

“En la presencia de operadores de retroalimentación positiva [*positive feedback traders*] los especuladores racionales pueden tornarse en agentes desestabilizadores. Cuando los especuladores racionales reciben buenas noticias, y operan en base a estas, ellos saben que el incremento inicial del precio estimulará mañana las compras por parte de los operadores de retroalimentación positiva. En anticipación a estas compras los informados especuladores racionales compran más hoy y, entonces, impulsan los precios hoy aún más de lo fundamentado por las noticias. Mañana, los operadores de retroalimentación positiva compran en respuesta al incremento del precio de hoy y, entonces, los precios se mantienen por encima de los *fundamentals* incluso cuando los especuladores racionales ya están vendiendo y estabilizando los precios. El punto clave aquí es que, aunque parte del aumento del precio es racional, parte de éste es resultado de las operaciones anticipadas de los especuladores racionales y de la reacción de los operadores de retroalimentación positiva. La operatoria de los especuladores racionales desestabiliza los precios porque provoca la retroalimentación positiva de otros inversores” (DeLong *et al*, 1990, pp. 380, traducción del autor)

Por lo tanto, aun bajo la presencia de agentes racionales, el mercado podría mostrar comportamientos agregados ineficientes. A modo de ejemplo, Argentina ha tenido una amplia experiencia de este tipo de procesos en el mercado cambiario. No siempre las corridas cambiarias reflejan el estado de los *fundamentals*, por ejemplo, expresados en determinado nivel de reservas internacionales netas. En determinadas ocasiones, en tanto activo financiero, el precio del dólar norteamericano puede reflejar apuestas especulativas de retroalimentación del sector privado que, generalmente, se refuerzan cuando el Banco Central convalida la tendencia devaluatoria o simplemente da señales de debilidad cambiaria a pesar de sus eventuales posturas vendedoras. Por ello, exceptuando los momentos escasez absoluta de divisas, las expectativas de devaluación estarían más asociadas a comportamientos adaptativos a la tasa de devaluación pasada en el mercado *spot* (y a la tasa implícita actual en el mercado *forward*) que a comportamientos “racionales” basados, por ejemplo, en criterios de reservas “óptimas” o tipos de cambio de “equilibrio” como sugiere la Teoría de la Paridad del Poder de Compra.

Las tendencias son convenciones que afectan la dinámica de los mercados y que no necesariamente se basan en fundamentos objetivos. Por ello, además de los problemas teóricos presentados por DeLong *et al* (1990), la contraposición entre inversores institucionales “racionales” y pequeños inversores “irracionales” que siguen la manada puede ser una simplificación equivocada. Según Soros (1994):

“El problema con los inversores institucionales es que su retorno es evaluado en función a sus pares, no en base a una medida absoluta. Esto los convierte en seguidores de tendencia por definición” (Soros, 1995, p. 312)

En un sentido similar, Kregel (2008) sostiene que las decisiones de los bancos sobre el financiamiento de la inversión no están necesariamente basadas en evaluaciones de los *fundamentals* de los proyectos sino básicamente en el historial de repago del cliente y en comportamientos adaptativos a las tendencias que se desenvuelven en el propio sistema bancario:

“Esto no quiere decir que el banquero no mire el riesgo del proyecto en sí, sino que, como señaló John Maynard Keynes, "nuestro conocimiento de los factores que gobiernan el rendimiento de una inversión de algunos años suele ser muy leve y a menudo despreciable". Por tanto, es razonable que la evaluación del proyecto se alinee con la opinión convencional, es decir, con los préstamos otorgados por otros bancos (...) Con el tiempo, los banqueros (...) se concentrarán en los préstamos a proyectos en áreas particulares simplemente porque otros bancos lo están haciendo (...) Así, las expectativas crecientemente optimistas de la capacidad de cumplimiento de los compromisos financieros, en una expansión cíclica, representan una reacción racional a la evaluación de los hechos pasados” (Kregel, 2008, p. 9-10, traducción del autor)

Dicho de otro modo, los procesos de retroalimentación no responderían tanto a la presencia de inversores “irracionales” sino a comportamientos basados en un tipo de racionalidad diferente relativa a cierto ambiente o convención. La dinámica de los mercados expresaría relaciones subjetivas de horizontalidad y no la simple agregación de evaluaciones objetivas e individuales de agentes racionales representativos. Es en este sentido que, según Thaler (1999), el concepto de “finanzas comportamentales” podría tornarse en una redundancia si se acepta que las finanzas expresan en sí mismas comportamientos humanos.

4. Soros: “It is our style of making money”⁵

Por fuera de la academia especializada también han surgido interpretaciones interesantes y profundas acerca de los determinantes de los mercados financieros. A partir de una explícita crítica a la HME, George Soros, conocido inversor internacional, ha sistematizado una serie de conceptos que mantiene similitudes con las FC y que merecen un análisis. Su “teoría de la reflexividad” (Soros, 2009) podría simplificarse a partir de las siguientes tesis. En primer lugar, Soros sostiene que los precios de los activos financieros son afectados por las expectativas de los inversores. El precio actual de un activo aumentará si el precio esperado P^e es mayor que el precio actual P , es decir, en función del “grado de optimismo” del mercado (*degree of bullishness*). Siguiendo la formalización de Shaikh (2010, 2013), donde α es un coeficiente positivo e ε un shock estocástico de media igual a cero, tenemos que:

⁵ “Este es nuestra manera de hacer dinero” (<http://tradingwisdoms.com/category/george-soros/>, traducción del autor)

$$\dot{P} = \alpha(P^e - P) + \varepsilon$$

La segunda tesis de Soros sostiene que los precios de equilibrio P^* (*fundamentals*) pueden ser afectados por los precios de mercado. El precio de equilibrio aumentará si el precio actual es mayor que el precio de equilibrio, es decir, en función del “grado de sobrevaluación” del mercado (*degree of overvaluation*). Siendo β es un coeficiente positivo e ε un shock estocástico de media igual a cero, tenemos que:

$$\dot{P}^* = \beta(P - P^*) + \varepsilon$$

Por último, la tercera tesis sostiene que, en una primera etapa, las expectativas del mercado se retroalimentan positivamente a sí mismas en función del “grado de subestimación” del mercado (*degree of underestimation*), que es la inversa del grado de optimismo. O sea, el precio esperado aumentará si el precio actual es mayor que el precio que se había esperado. Pero, eventualmente, las expectativas comienzan a retroalimentarse negativamente en función del “grado de sobrevaluación” del mercado o, dicho de otro modo, en función del tamaño de la burbuja. O sea, el precio esperado caerá si el precio actual es mayor que el precio de equilibrio.

En otras palabras, las expectativas aumentan (caen) cuando los inversores subestiman (sobrestiman) los precios de mercado con relación a los precios de mercado esperados con anterioridad (a los precios actuales de equilibrio). Siendo γ y δ coeficientes positivos y ε un shock estocástico de media cero, tenemos que:

$$\dot{P}^e = \gamma(P - P^e) - \delta(P - P^*)^3 + \varepsilon$$

A diferencia de las dos primeras ecuaciones, en la tercera, se combina una función lineal (grado de subestimación) con otra no lineal (grado de sobrevaluación). Esta formalización intenta captar la idea de que las expectativas negativas se tornan más intensas a medida que la burbuja crece.

Estos conceptos se podrían representar gráficamente de la siguiente manera (Figura 5). En la fase inicial AB, como la tendencia positiva del precio de equilibrio o *fundamentals* (ganancias por acción) no es reconocida todavía por los operadores, el precio de mercado se mantiene por debajo de su nivel de equilibrio. Luego viene el periodo BC de aceleración de los precios de mercado cuando la tendencia del precio de equilibrio es reconocida y, así, comienza el proceso de retroalimentación positiva basado en un aumento relativo del grado de optimismo. En el periodo CD se testea el proceso de retroalimentación positiva cuando las expectativas o los precios de

equilibrio atraviesan por una recaída transitoria. Si la prueba es superada, el proceso recobra su tendencia alcista con mayor vigorosidad que antes, a tal punto que, aún ante un eventual retroceso transitorio en los *fundamentals*, la aceleración de los precios de mercado no se ve afectada en DE. De esta forma, en el periodo EF, la brecha entre los precios de mercado y sus valores de equilibrio se agranda hasta llegar a un límite máximo de euforia o al clímax de la burbuja F. Luego, el periodo FG es caracterizado por un clima de incertidumbre en donde los operadores comienzan a tomar medidas preventivas porque ahora la convención sostiene que la burbuja esta al borde del estallido. A partir de entonces, el punto de equilibrio entre los precios de mercado y los *fundamentals* se torna en un momento fugaz G dado que el proceso de retroalimentación negativa se acelera hasta que la burbuja estalla en GH. Finalmente, ocurrido el *crash*, el pesimismo desaparece, los *fundamentals* se estabilizan, y los precios de mercado rebotan.

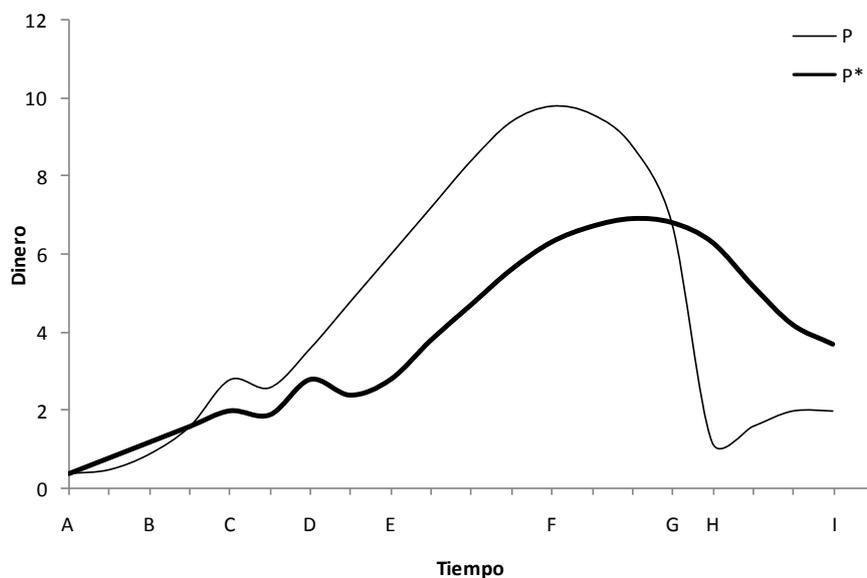


Figura 5: Representación de los ciclos financieros en Soros

A diferencia de los postulados de la HME, Soros sostiene que los mercados financieros sí pueden ser “vencidos” a fin de obtener retornos extraordinarios (como atestigua su propia fortuna). La clave del juego sería comprender la dinámica del proceso descrito para saber entrar y salir en el momento indicado⁶. Según esta visión, las burbujas no son simples fallas de mercado sino tendencias intrínsecas de un sistema financiero basado en comportamientos humanos.

Por este motivo, los mercados financieros pueden permitir grandes oportunidades de negocios para algunos inversores y, al mismo tiempo, ser un riesgo sistémico para el conjunto de la economía. En este sentido, el sector financiero es esencialmente diferente al resto de los sectores económicos. La naturaleza monetaria del capitalismo avanzado permite la posibilidad de que los problemas de un banco de tamaño considerable pueda ya no solo afectar la estabilidad del sector financiero sino también el normal funcionamiento de toda la economía.

5. La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera

Probablemente, Hyman Minsky fue quien más avanzó en cuanto a un análisis sistémico sobre el impacto de los mercados financieros en una economía monetaria de producción. El objetivo de Minsky fue realizar una interpretación keynesiana del sistema financiero. Como se sabe, la *Teoría General* de Keynes es un estudio sobre las implicancias monetarias de una economía capitalista pero no sobre aquellas relativas al sistema financiero y bancario.

Para la HME, las crisis financieras solo pueden ser el resultado de shocks exógenos que afectan transitoriamente la estabilidad del sistema. Como vimos, supone que los mercados son eficientes, se auto-regulan y son intrínsecamente estables. Según Minsky (1991):

“[Para] la economía neoclásica en un sentido amplio, las crisis financieras, casi por definición, deben ser el resultados de shocks impuestos sobre la economía desde afuera” (Minsky, 1991, p. 27, traducción del autor)

Sin embargo, uno de los aspectos más relevantes, probablemente el más importante, del pensamiento minskiano de la HIF hace referencia al contra-intuitivo concepto de que la estabilidad del sistema financiero genera las condiciones necesarias para el desenvolvimiento de su propia inestabilidad. Así, la estabilidad de los mercados crean las bases propicias para la expansión de los pasivos financieros,

⁶ Naturalmente, no deberíamos dejar de considerar la importancia que podría tener para cualquier inversor contar con información privilegiada (generalmente de origen ilícito), aunque ya estaríamos adentrándonos en un terreno que merecería otro tipo de análisis.

el surgimiento de nuevos instrumentos (innovaciones financieras) y, sobre todo, para el apalancamiento financiero. Según Minsky (1992):

“El primer teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que la economía tiene regímenes de financiamiento bajo el cual ésta es estable, y regímenes de financiamiento en el cual ésta no es estable. El segundo teorema (...) es que en períodos de prolongada prosperidad, la economía transita desde relaciones financieras que hacen al sistema estable hacia relaciones financieras que hacen al sistema inestable” (Minsky, 1992, p. 7-8, traducción del autor)

En períodos de prosperidad y tranquilidad financiera el sector privado tiende a relajar sus márgenes de seguridad, por ejemplo, reduciendo el grado de liquidez prudencial para enfrentar eventuales corridas financieras. Asimismo, en general, la autoridad monetaria y los reguladores públicos tienden a conceder nichos financieros desregulados y a relajar la supervisión de la propia regulación vigente. Por ello, la propia dinámica del sistema tiende cíclicamente a fragilizar los balances del sector privado generando potenciales descalces entre pasivos de corto y activos de largo plazo. Según Minsky (1975):

“mientras la síntesis neoclásica conduce a la proposición de que la tendencia normal de una economía de mercado puede ser caracterizada por un crecimiento con pleno empleo, *la interpretación alternativa conduce a la proposición de que la tendencia normal de una economía capitalista es cíclica*, esto es, (...) una sucesión de estados del sistema” (Minsky, 1975, pp. 129, traducción del autor)

El ciclo de Minsky se inicia sobre la base de un sistema líquido y solvente en donde sus agentes son capaces de servir sus deudas sin inconvenientes, afrontando el pago de los intereses y la amortización del capital adeudado con los flujos de fondos corrientes. Un contexto de crecimiento económico y estabilidad financiera es una condición propicia para incrementar entonces el apalancamiento financiero a fin de obtener mayores retornos. Por ello, de este periodo, en donde la mayoría de las “unidades económicas” se encuentran cubiertas (*hedge units*) ante eventuales imprevistos, surge la fase especulativa caracterizada por el refinanciamiento permanente del capital adeudado. Así, ahora, el sistema se encuentra predominantemente conformado por unidades especulativas que solo consiguen cubrir los intereses de la deuda con sus flujos de fondos corrientes.

Sin embargo, debido a que el endeudamiento de las unidades especulativas ha aumentado lo suficiente como para que los flujos de fondos corrientes ya no alcancen a cubrir ni siquiera la carga de intereses, éstas se ven obligadas a refinanciarlos también. Cuando las unidades se tornan preponderantemente de tipo Ponzi, el endeudamiento se acelera porque solo se sostienen si refinancian todos sus compromisos financieros. Alcanzado este estado de *rollover* permanente, el riesgo

sistémico crece aceleradamente y la euforia de los mercados va llegando a un límite incierto.

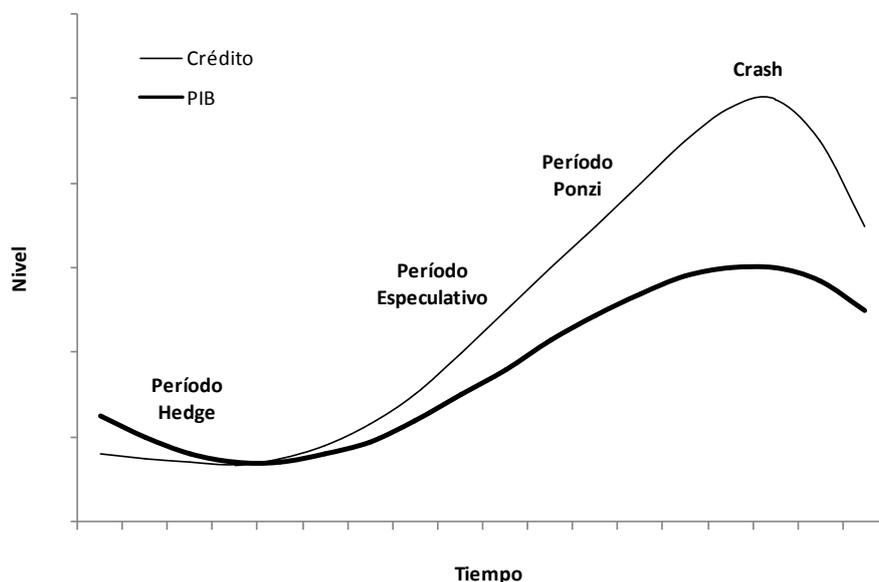


Figura 6: Representación aproximada de los ciclos financieros en Minsky

Como muestra la representación de la Figura 6, en algún punto del ciclo, el mercado percibe que los márgenes de seguridad del sistema han llegado a su mínima expresión y, éste, ya no sería capaz de enfrentar y detener una corrida financiera. Cuando la convención sospecha de la “eficiencia” del mercado se desata la corrida y se produce un proceso de *debt deflation* como ha sido descrito por Fisher (1933) y Kindleberger (1978). De esta manera, lo que en principio podría ser simplemente un problema de liquidez y confianza, podría rápidamente transformarse en un *crash* financiero y en una crisis sistémica. El mecanismo es relativamente simple: ante la falta de confianza y la ruptura de la convención precedente, gobernados por la precaución y luego por el pánico, los inversores vuelan a la calidad (*flight to quality*) buscando la “salida” más próxima y segura. Por ello, el crédito se raciona y las unidades Ponzi se ven imposibilitadas para refinanciar sus compromisos financieros. Así, las unidades Ponzi se ven obligadas a desprenderse de activos para poder cumplir con sus compromisos y evitar la bancarrota (“*to make positions by selling out positions*”, en palabras de Minsky (1993)). Sin embargo, el repentino exceso de posturas vendedoras en el mercado de activos financieros desploma violentamente sus precios y, simultáneamente, se propagan las pérdidas patrimoniales.

De esta manera, a partir de los propios mecanismos de una economía de mercado, el comportamiento atomizado de los operadores termina transformando en forma acelerada un problema de liquidez en una quiebra colectiva. En Minsky, la clave

de la inestabilidad se encuentra en el concepto mismo de liquidez, que no es más que la “salida de emergencia” del inversor. Para que se desarrollen procesos de retroalimentación positiva tiene que estar garantizada la existencia de mercados secundarios que le permita al inversor realizar cambios en la composición de su cartera en cualquier circunstancia, por ejemplo, sustituyendo activos inseguros e ilíquidos por seguros y líquidos en periodos de alta incertidumbre. Sin embargo, paradójicamente, la garantía de liquidez de los activos es precisamente lo que permite que los vuelos a la calidad se puedan tornar en callejones sin salida para el conjunto del sistema. Como sostienen Eatwell y Taylor (2005):

“la capacidad de salir de una inversión mediante la venta de un activo financiero es la condición necesaria para invertir en una economía de mercado, al mismo tiempo, es el origen de la inestabilidad que puede minar las inversiones y desplomar el mercado” (Eatwell y Taylor, 2005, p. 30)

Dentro del ciclo minskiano, es interesante indagar brevemente sobre los factores desencadenantes de la crisis. La teoría “pura” de la HIF sostiene que la expansión económica (y crediticia) va acompañada de un incremento persistente de la tasa monetaria de interés de largo plazo como reflejo del riesgo sistémico creciente. Siguiendo la teoría de la “preferencia por la liquidez” de Keynes y la teoría de los “riesgos crecientes” de Kalecki, Minsky arriba a conclusiones que se asemejan, paradójicamente, por lo menos en el sentido, a la teoría wickseliana de los fondos prestables (Lavoie, 1997). Para los enfoques neoclásicos, dado el presupuesto de pleno empleo, la tasa de interés “natural” aumenta, *ceteris paribus*, con la expansión de la demanda agregada. Básicamente, el argumento radica en que el factor capital se “encarece” con relación al factor trabajo cuando la relación capital-producto aumenta. Por esta razón, la curva de ahorro es una función positivamente inclinada en el mercado de fondos prestables.

En el caso de Minsky, sin embargo, si bien no se asume una tasa de interés “natural” creciente sí se asume una tasa de interés “normal” creciente (normal en el sentido de Keynes). Si bien no habría determinaciones “reales” para la tasa de interés como en el caso neoclásico, la idea de una tasa normal creciente presupone que solo el sector privado tiene la capacidad de determinar la curva de rendimientos de los activos financieros o, dicho de otro modo, que la política monetaria es inefectiva para determinar la tasa de interés de largo plazo. De alguna manera, implícitamente, habría un criterio de escasez de liquidez en este razonamiento y, de allí, la idea de riesgos crecientes que no podrían ser mitigados por la presencia del Banco Central, no solo

como factor determinante del rendimiento de los bonos en moneda local sino como prestador de última instancia⁷.

Sin embargo, Minsky abre la posibilidad de introducir elementos exógenos en la determinación última de la crisis cuando analiza las experiencias históricas. Según el mismo Minsky (1992):

“... si una economía con una cantidad considerable de unidades financieras especulativas está en un estado inflacionario, y las autoridades intentan exorcizar la inflación con restricción monetaria, luego, las unidades especulativas se tornarán unidades Ponzi y el patrimonio neto de las unidades previamente Ponzi se evaporarán rápidamente” (Minsky, 1992, p 8, traducción del autor)

En realidad, Keynes ya hacía alusión a un aspecto similar cuando alertaba sobre los riesgos del endurecimiento de la política monetaria durante las fases de expansión.

“Así, ¡el remedio del auge no es una tasa más alta de interés, sino una más baja!; porque ésta puede hacer que perdure el llamado auge. El remedio correcto para el ciclo económico no puede encontrarse en evitar los auges y conservarnos así en semidepresiones permanentes, sino en evitar las depresiones y conservarnos de este modo en un cuasi-auge continuo” (Keynes, 1936[2001], p. 269)

Con lo cual, el debate sobre las causas últimas de la crisis también pueden aportar elementos sustanciales sobre la causa misma de la crisis. Dicho de otro modo, si por un momento asumimos de que la Reserva Federal de los Estados Unidos es capaz de influir en la curva de rendimientos financieros (evitando el aumento de los costos financieros en el largo plazo) y, a su vez, se acomoda con celeridad a la demanda de liquidez en momentos de inestabilidad, vale preguntarse hasta qué punto es razonable asumir que una crisis por descalce de plazos es inevitable.

Es importante remarcar también que Minsky construye su modelo en una economía cerrada, o mejor dicho, en un análisis estilizado del sistema financiero norteamericano que funcionaría en la práctica como una economía cerrada en el marco del patrón dólar flexible. Por ello, como proponen Frenkel y Rapetti (2009), el ciclo minskiano de las economías periféricas (“*developing-country Minskyan cycle*”) en realidad está asociado a la dinámica de la balanza de pagos en contextos de crónicos

⁷ En Keynes (1936), la “eficiencia marginal del capital”, o mejor dicho, el retorno esperado del capital productivo es una variable determinada por fuera del modelo. A su vez, como la inversión estaría determinada positivamente por el diferencial entre la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés ($I(emk - i)$) una tendencia al incremento del costo financiero tendería a sustituir inversiones productivas por aplicaciones financieras. En otras palabras, la teoría de la preferencia de liquidez asume rendimientos decrecientes del capital productivo no por factores técnicos sino subjetivos. Por ello, la motivación de Keynes por asfixiar la renta financiera (“eutanasia del rentista”) estaba orientada a aumentar la rentabilidad del capital productivo para estimular la inversión y reducir el desempleo. Lamentablemente, como sostiene Lavoie (1997) este enfoque reintroduce por la ventana las conclusiones del marginalismo. Por ello, si se asume que la tasa de interés puede ser una variable exógena que tiene implicancias en la distribución y que la inversión responde a la demanda y no simplemente a los costos, se pueden arribar a resultados mucho más convenientes (Pivetti, 1991; Petri, 1993)

déficits de cuenta corriente, endeudamiento en moneda extranjera y regímenes de cambio fijo. Según Frenkel y Rapetti (2009):

“dado el progresivo empeoramiento del balance externo, la credibilidad de la regla del tipo de cambio se deteriora. Como las posibilidades de devaluaciones del tipo de cambio aumentan, la hoja de balance del sistema financiero doméstico – que está corto en moneda extranjera y largo en activos locales – se torna cada vez más frágil. Algunos jugadores, posiblemente los más adversos al riesgo o los más informados, comienzan a deshacerse de sus posiciones en activos locales, dando lugar a una desaceleración de las entradas de capital. Las autoridades aumentan las tasas de interés para retener los capitales. Sin embargo, eventualmente, se llega a un punto en el cual no hay tasa de interés que pueda atraer el financiamiento externo. Las reservas internacionales del Banco Central, que crecieron durante la fase alcista del ciclo, comienzan a caer dado que la autoridad monetaria interviene para sostener el régimen cambiario. No obstante, la corrida contra las reservas internacionales del Banco Central no puede ser detenida y la regla del tipo de cambio es finalmente abandonada. Una secuencial o simultánea crisis gemela (externa y financiera) es el resultado final (Frenkel y Rapetti, 2009, p. 689, traducción del autor)

De esta manera, la fragilidad del ciclo minskiano periférico no está necesariamente asociada al potencial descalce de plazos sino fundamentalmente al descalce de monedas. Incluso, podría suceder, y de hecho casi siempre ocurre así, que una economía poco o moderadamente apalancada podría estar crecientemente descalzada en divisas⁸. En este sentido, como en los países periféricos el riesgo cambiario tiende a acortar la madurez de los contratos, los bancos tienden a racionar el crédito para el desarrollo económico. Por ello, lejos de “reprimir” la eficiencia del mercado como en los modelos neoclásicos de McKinnon (1973) y Shaw (1973), las líneas de crédito subsidiado para la inversión productiva de bancos centrales o bancos de desarrollo vienen a cubrir una demanda solvente de largo plazo (De Lucchi, 2015).

La incompreensión del descalce de monedas generalmente proviene de visiones sesgadas por países que emiten moneda internacional. Por ejemplo, dicha confusión ha llevado a Reinhart y Rogoff (2011) a sorprenderse por la alta “intolerancia a la deuda” que los países subdesarrollados presentan con relación a los desarrollados, esto es, sus incumplimientos en niveles inferiores al ratio deuda bruta-PIB límite (60 por ciento) que establece el Tratado de Maastricht (De Lucchi, 2014, p. 39).

En economías periféricas que conllevan el “pecado original” (Eichengreen *et al*, 2003), el paso de “país especulativo” a “país Ponzi” se produce cuando el Banco

⁸ Por este motivo, cuando se trata de deuda denominada en moneda extranjera, el ratio deuda bruta-PIB no aporta la información suficiente. Observando este indicador se desconocen las composiciones de monedas y tenedores de la deuda, y se desconoce la capacidad de repago en divisas. Esta es la razón por la cual, aún con bajos ratios deuda bruta-PIB, una economía podría incurrir en incumplimientos financieros en determinados escenarios. Incluso, podría estar ocurriendo que, aún con bajo ratio de deuda bruta-PIB y en tendencia declinante, la economía podría estar atravesando un proceso de fragilidad creciente si sus reservas internacionales caen más que su deuda en moneda extranjera.

Central periférico ya ni siquiera puede financiar las amortizaciones de la deuda en moneda extranjera (ya sea directamente o a través del mercado cambiario). Así, la prima de riesgo país refleja el riesgo de default de los bonos en moneda extranjera hasta determinado momento en que el crédito internacional es racionado y los acontecimientos fuerzan al país Ponzi a devaluar y a reestructurar su deuda.

En cierto sentido, el ciclo minskiano tiene mayores chances de reproducirse bajo la forma de crisis de balance de pagos en economías subdesarrolladas que bajo la forma original de Minsky debido a la arquitectura financiera internacional caracterizada por la ausencia de un prestamista internacional de última instancia. Esta distinción es muy importante, por ejemplo, para no caricaturizar el planteo de Keynes presentado más arriba. Si en el ciclo del auge del apalancamiento externo de una economía periférica el Banco Central mantiene bajas las tasas de interés con la intención sostener un “cuasi auge continuo”, como decía Keynes, lo más probable es que la política monetaria esté acelerando la crisis de balanza de pagos que pretendía evitar.

6. Crecimiento, distribución y crisis financiera en Estados Unidos

Una vez presentados algunos “viejos” debates sobre la dinámica de los mercados financieros y el rol del Banco Central, podríamos encarar con mejores argumentos la discusión acerca de las causas centrales de la crisis global y de los desafíos de la política económica en los Estados Unidos. Desde mediados de los años ochenta hasta el año 2007, la economía norteamericana transitó un período relativamente largo de estabilidad macroeconómica: solo atravesó por dos recesiones leves (1990 y 2001) y el desempleo nunca excedió el 8 por ciento. No obstante, las bases que sustentaron esta estabilidad, evidentemente estaban simultáneamente fragilizando las condiciones del sistema financiero en el largo plazo.

Si bien, en términos generales, la teoría convencional no fue capaz de alertar acerca de estas tendencias, la crisis financiera de 2008 ha tenido un impacto algo ambivalente sobre el pensamiento basado en la HME. Indudablemente, la crisis demostró la incapacidad de autorregulación de los mercados financieros y la necesidad sistémica de la intervención pública⁹. Como reconoce Romer (2012):

⁹ Es importante destacar que el banco de inversión *Lehman Brothers* no “quebró”, sino que se lo dejó quebrar. Si el criterio del Gobierno norteamericano hubiese sido la insolvencia, entonces gran parte del sistema financiero debería haber quebrado. Vale mencionar, que si bien este último formaba parte del grupo de instituciones financieras *too big to fail*, con absoluta discrecionalidad el Gobierno americano lo consideró no tan grande como para no caer. De más está decir que este acontecimiento, indirectamente provocado por el Gobierno, incrementó la incertidumbre global y agravó la situación financiera.

“los acontecimientos de los últimos años fueron un shock profundo no sólo para la macroeconomía [norteamericana], sino también para el campo de la macroeconomía” (Romer, 2012, p.645, traducción del autor)

Sin embargo, actualmente la teoría convencional continúa fuertemente dominada por modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general en los cuales los *business cycles* son explicados básicamente por shocks tecnológicos y, solo marginalmente, por shocks financieros y monetarios. En el contexto atípico de la crisis, también es cierto que reaparecieron con cierta espontaneidad algunas interpretaciones minskianas a los *business cycles* cuando dentro de determinados círculos financieros y periodísticos se caracterizó al colapso de 2008 como un “Momento Minsky”. Irónicamente, la crisis permitió que algunos “ortodoxos” descubriesen a Minsky y otros “heterodoxos” subrayasen las particularidades no minskianas de la crisis. Por ejemplo, Davidson (2008) tempranamente sostuvo que las precondiciones básicas de una crisis minskiana no estuvieron presentes en la crisis última. Dicho de otro modo, la crisis no habría sido el resultado de un ciclo de iliquidez creciente sino directamente de un problema insolvencia. Según Davidson (2008):

“...el problema actual del mercado financiero se inicia por problemas de insolvencia de las grandes subscriptoras del mercado financiero que intentaron transformar hipotecas no comerciales ilíquidas en activos líquidos a través de la securitización” (Davidson, 2008, p. 2, traducción del autor)

Efectivamente, los eventos de 2008 presentaron características particulares que podrían no ser estrictamente asimiladas por el ciclo minskiano tradicional. La crisis financiera estuvo fuertemente asociada a las consecuencias de un mercado hipotecario securitizado y desregulado. La ley Glass-Steagall de 1933 estipulaba que los bancos comerciales debían operar separadamente de los bancos de inversión. Esta condición hacía que los préstamos hipotecarios sean activos financieros ilíquidos bajo cualquier circunstancia. Sin embargo, a partir su derogación en 1999, los bancos de inversión pudieron ingresar al negocio hipotecario a través de nuevos instrumentos derivados. Los bancos de inversión comenzaron a estructurar títulos respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities, MBS*) que, con el aporte de las agencias calificadoras, rápidamente fueron demandados por fondos de pensiones, inversores privados, bancos extranjeros y hasta gobiernos locales, entre otros. Asimismo, los préstamos hipotecarios destinadas a clientes de bajos ingresos (las hipotecas *subprime*), que tradicionalmente nunca habían calificado para este tipo de préstamos de largo plazo, comenzaron a ganar participación en el total de los préstamos

hipotecarios, pasando del 7,4 por ciento en 2002 al 23,5 en 2006 (The Financial Crisis Inquiry Report, 2011)¹⁰

De esta manera, los préstamos hipotecarios, activos esencialmente ilíquidos, podían transformarse en activos líquidos cuando los bancos de inversión le aseguraban a los compradores de sus MBS que podían venderlos en cualquier momento en el mercado secundario al precio de compra original, o a un precio ajustado en caso de que los precios de mercados se encontrasen por debajo del precio de compra original. Incluso, en algunos casos, los bancos de inversión se comprometían a recomprarle al inversor los MBS al precio de compra original o a un precio mayor. Sin embargo, cuando los hogares *subprime* comenzaron a incumplir con sus compromisos hipotecarios y la burbuja inmobiliaria comenzó a desinflarse, los bancos de inversión se vieron obligados a acumular activos “tóxicos” como los MBS.

Por estos motivos podría tornarse dificultoso poder explicar el colapso global estrictamente a partir de un ciclo meramente minskiano, pues en realidad todo surge a partir de la dinámica financiera de un segmento minoritario (aunque en alarmante crecimiento), el *subprime*, del mercado hipotecario norteamericano. Sin embargo, al mismo tiempo, tal como Minsky sostenía, la crisis puso de relieve la incapacidad de los mercados financieros para auto-regularse y la necesidad de un prestamista de última instancia como factor de estabilización. Esto significa que la HIF puede ser condición necesaria pero no suficiente para entender la crisis financiera global. Más allá de los debates estrictamente técnico-financieros sobre las similitudes y diferencias de la crisis *subprime* con el modelo de Minsky, existen aspectos de la economía “real” que son necesarios considerar.

Tras la aparente superación de los grandes conflictos geopolíticos del siglo XX, el neoliberalismo emerge no solo como soporte ideológico de la expansión del sector financiero sino también como expresión política de un periodo de reflujo de los conflictos obreros. Por ello, según Barba y Pivetti (2008):

“el aumento del endeudamiento de los hogares debe ser visto como contraparte de la notable redistribución de los ingresos que ha tenido lugar en los EE.UU. desde principios de la década de 1980. En un contexto de desregulación financiera y flexibilización de las restricciones de liquidez en los hogares de bajos y medianos ingresos (...) el aumento de la deuda de los hogares se ve como la respuesta a la caída o estancamiento de los sueldos y salarios reales - e incluso como respuesta al aumento de los salarios que se han mantenido

¹⁰ La desregulación financiera generó incentivos para que los originadores de los préstamos hipotecarios no se importen sobre la capacidad de repago de los deudores ya que, a través de la securitización de la hipotecas, podían sustituir estos activos líquidos y riesgosos por activos supuestamente líquidos y seguros. En términos de Wolfson (1996), la desregulación permitió que parte de la “demanda nocional”, sobre todo aquella de bajos ingresos, sea reconsiderada por los bancos como “demanda creditworthy”.

persistentemente por debajo del crecimiento de la productividad” (Barba y Pivetti, 2009, p. 122, traducción del autor)

En el mismo sentido, según Eatwell y Taylor (2005):

“con la demanda del resto del mundo demorada y la demanda fiscal atrincherada, el sector privado tuvo que recoger el guante. Su demanda efectiva creció muy rápidamente después de 1992 debido al aumento de las inversiones y la caída de la tasa de ahorro (en particular del ahorro del sector hogares, que se volvió negativo a mediados de 1998). Hacia el final de la década, el único factor que sustentaba la demanda efectiva era la exuberancia del sector privado” (Eatwell y Taylor, 2000 [2005], p. 143)

La llamada “Financiarización” (Epstein, 2005) no solo ha representado la transformación del tradicional sistema bancario en un gran sistema de conglomerados financieros (Kupelian y Rivas, 2011), sino también el prominente endeudamiento de los hogares (Seccarreccia, 2012). Una de las características de la expansión económica en tiempos de globalización financiera ha sido la sustitución de salarios por crédito al consumo y a la inversión residencial para permitir que, como sostiene Serrano (2008) parafraseando a Kalecki, los trabajadores gasten más de lo que ganan.

Cuando observamos la evolución de los servicios de la deuda de los hogares en términos de los ingresos disponibles, la tendencia es creciente desde los años ochenta hasta la crisis de 2008 (Figura 7). Asimismo, si bien es cierto que la política monetaria norteamericana ha establecido una tendencia decreciente para las tasas de interés, no parece haber sido la variable explicativa de mayor importancia para de la expansión del crédito hipotecario. (Figura 8). La burbuja inmobiliaria (Figura 9) y la crisis, en este sentido, pareciera estar más asociada a la desregulación de Bill Clinton que al expansionismo monetario de Alan Greenspan. Según la “declaración disidente” de Hennessey *et al* (2011), “la política monetaria de los EE.UU. puede haber contribuido en la burbuja crediticia pero no fue la causa de ésta” (The Financial Crisis Inquiry Report, 2011, p. 422, traducción del autor)

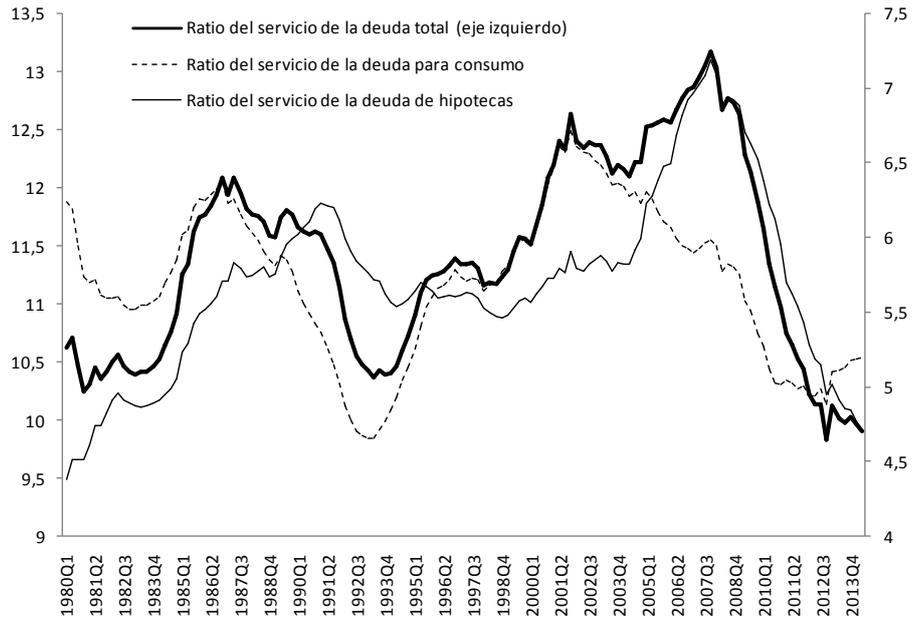


Figura 7: Servicio de la deuda para consumo e hipotecario de los hogares en términos del ingreso disponible.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

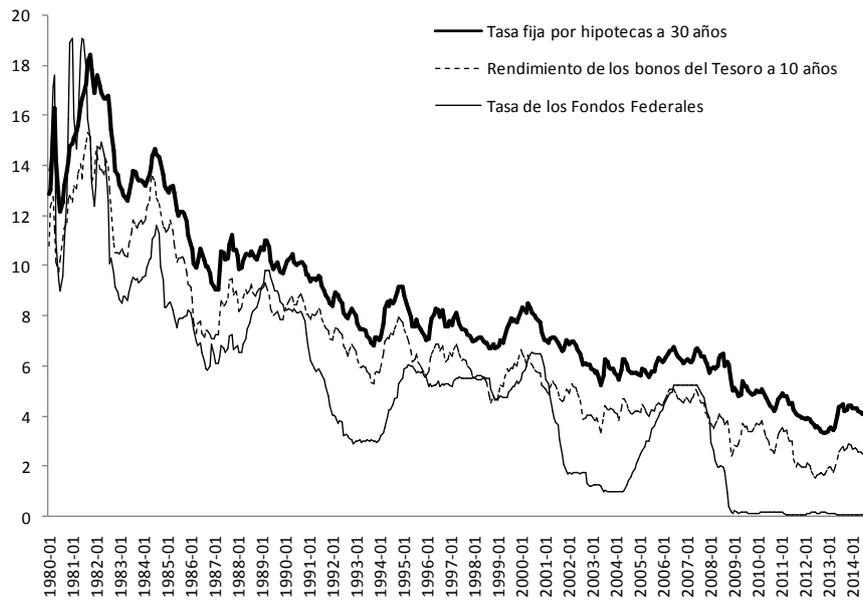


Figura 8: Tasas de interés

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

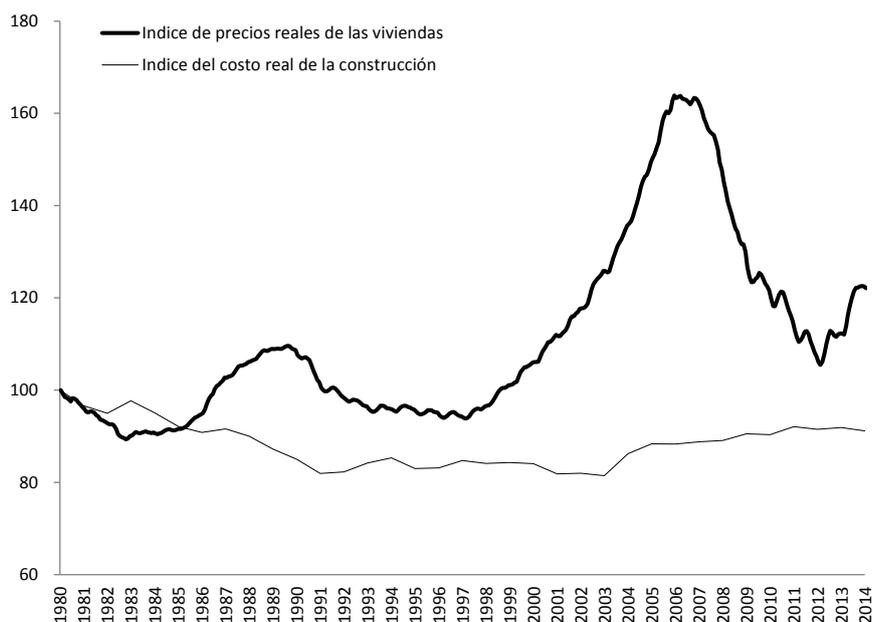


Figura 9: Índices de precios reales de las viviendas y del costo real de la construcción (1980 = 100)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller>)

En este ejercicio de repensar la crisis americana en términos minkianos, Palley (2010) plantea abiertamente ciertas limitaciones analíticas y de política que pueden emerger de tal experimento sino se reintroduce también un análisis de la distribución del excedente.

“Si la crisis fuera una crisis Minsky “pura”, todo lo que se necesitaría sería re-regulación financiera para contener la especulación y la excesiva toma de riesgo. Irónicamente, este es el enfoque recomendado por el Secretario del Tesoro Geithner y por el principal consejero económico del Presidente Obama, Larry Summers. Su visión es que el exceso financiero fue el único problema, y el crecimiento normal retornará una vez resuelto este problema” (Palley, 2010, traducción del autor)

Por ello, si efectivamente la distribución regresiva del ingreso ha estado estimulando un modelo de crecimiento liderado por el crédito al consumo y residencial, inmediatamente vale preguntarse cuál será el factor de demanda autónomo que impulsará la recuperación. Incluso, para Palley (2010):

“la regulación financiera es necesaria para asegurar la estabilidad económica, pero ésta no resuelve las causas últimas de la crisis, ni restablecerá el crecimiento con pleno empleo. De hecho, paradójicamente, la re-regulación financiera podría incluso ralentizar el crecimiento porque el acceso fácil al crédito ha sido un motor importante del modelo de crecimiento neoliberal” (Palley, 2010, traducción del autor)

En otras palabras, la combinación de des-apalancamiento del sector privado y austeridad del sector público podría mantener la economía en un prolongado estancamiento. Por lo tanto, habría en principio un dilema entre estabilidad financiera con desempleo e inestabilidad financiera con crecimiento. En trabajos recientes, Summers (2014) ha sostenido ahora (en forma diferente a lo que Palley enfatizaba más arriba) que el actual “estancamiento secular” (*secular stagnation*) de la economía norteamericana no podría ser solucionado simplemente con re-regulación financiera y política monetaria expansiva. Efectivamente, al cabo de seis años, la llamada “política monetaria no convencional” (*unconventional monetary policy*), esto es, la combinación de tasas de interés cercanas a cero (*zero lower bound, ZLB*) y tres programas de “flexibilización cuantitativa” consistentes en compras de bonos del Tesoro y de títulos respaldados en hipotecas MBS (*Quantitative Easing 1, 2 y 3 en 2008, 2010 y 2012, respectivamente*), ha sido efectiva para estabilizar el sistema financiero pero no para recobrar fuertemente el crecimiento económico.

De todas maneras, a pesar de las implicancias limitadas que pudieran derivarse de un modelo minskiano puro, como Palley sugiere, el mismo Minsky (1982, 1982, 1986, 1991) era absolutamente consciente de la necesidad de adicionarle a la estabilización financiera los factores de demanda que estimulen la recuperación. En su obra *Can “it” happen again?* se responde que no habría motivos para que ocurra nuevamente una gran crisis, como la de los años treinta, si se cuenta con la presencia de un Banco Central que se acomoda a las necesidades de liquidez del sistema financiero (y evite el colapso) y un *Big Government* que estimule la demanda agregada a través del déficit fiscal.

“La respuesta a la primera pregunta – ‘Por qué no ha habido una gran o incluso peor depresión desde 1946?’- es que nuestro gobierno grande [big government] ha hecho que sea imposible que las ganancias colapsen como en 1929-1933 (...) Hay una segunda razón de no haber tenido una grave depresión desde 1946. (...) la Reserva Federal ha intervenido fuertemente como prestador de última instancia siempre que una crisis financiera amenazaba” (Minsky, 1982, p. 56, traducción del autor)

“Los dos ‘parámetros’ para la administración de una crisis son la intervención del prestador de última instancia y el comportamiento del déficit del Gobierno cuando una economía está en recesión” (Minsky, 1982, p. 12, traducción del autor)

Además, haciendo referencia a la recesión de 1990, pero quizás con mayor vigencia que en aquel entonces, Minsky (1991) aseguraba que:

“el problema actual no es como rescatar las instituciones de depósitos sino como sostener el valor de los activos y el flujo de ganancias para que la inversión no

colapse y se de paso a una profunda y larga depresión” (Minsky, 1991, p. 6, traducción del autor)

Precisamente, este segundo aspecto de la administración de una crisis sistémica es lo que ha faltado durante la última crisis global. Según la *Congressional Budget Office* (CBO), en 2012 el producto actual fue un 10 por ciento inferior al producto potencial proyectado en 2008 para ese mismo año (Figura 10). De la misma manera, según Reifscheider *et al.* (2013), la misma brecha de producto se mantiene para el 2013. Así, a lo largo de los seis años de estancamiento, la CBO ha estado reestimando anualmente el producto potencial hacia la baja, permitiendo de esa manera un achicamiento de la brecha del producto.

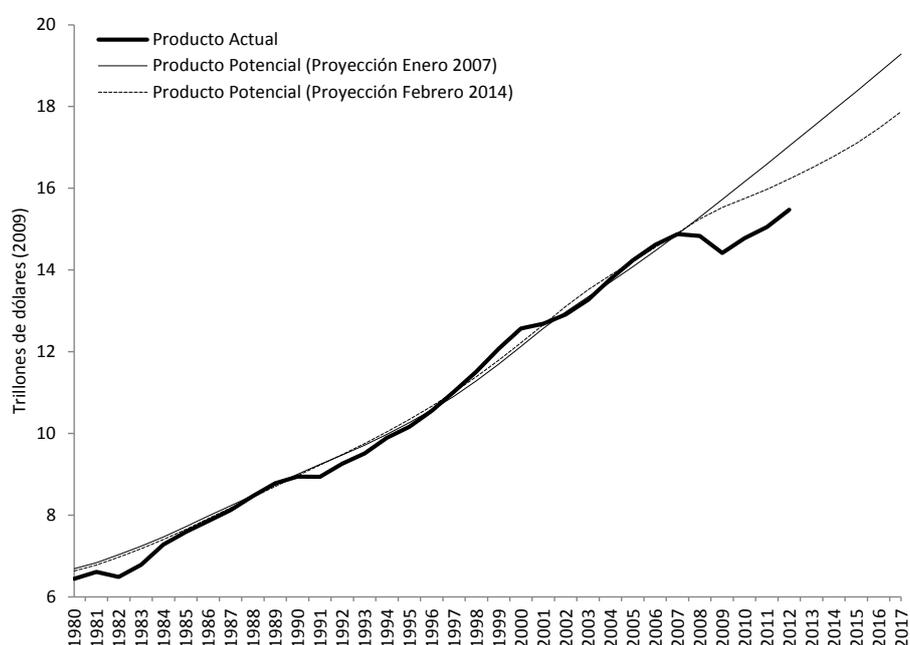


Figura 10: Producto Actual (PIB) y Producto Potencial estimado en 2008 y 2014 de EE.UU

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CDO

De esta manera, la evidencia muestra que el producto actual no parece converger a un producto potencial exógeno. Más bien, parecería lo contrario: el producto potencial se va ajustando a la evolución aleatoria del producto actual (Nelson y Plosser, 1982). Según Serrano (2006):

“la tendencia del producto de largo plazo no es parcialmente determinada por lo que impulsa el producto de corto plazo (presumiblemente la demanda agregada), sino que el producto potencial es determinado plenamente por la tendencia de lo que impulsa el producto actual” (Serrano p. 7, traducción del autor)

En otras palabras, la endogeneidad del producto potencial de EE.UU. estaría mostrando, por un lado, la existencia de histéresis o inexistencia de tendencias al

pleno empleo y; por otro lado, la necesidad de factores de demanda que eviten seguir acumulando pérdidas irreversibles. Así, considerando la importancia del papel de la demanda agregada y la distribución del ingreso se puede comprender con mayor facilidad la causa de la ineffectividad de la política monetaria no convencional para recobrar el crecimiento.

6.1. Política monetaria no convencional: ¿Trampa de la liquidez?

Previamente a la crisis global, la política monetaria convencional se ha caracterizado en términos generales por la adopción de una “regla de Taylor” explícita, como en los sistemas formales de metas de inflación (*inflation targeting*), o implícita, como en el caso norteamericano. Basado en el razonamiento wickselliano, se trataba de establecer una función de reacción del Banco Central que persiguiese fijar la tasa monetaria de interés en el nivel de la tasa natural a fin de mantener la inflación bajo control frente a la diversidad de shocks estocásticos que afectasen la estabilidad del sistema. De allí, el concepto de neutralidad monetaria de largo plazo por el cual la política monetaria debería ajustarse a variables “reales”¹¹. Sin embargo, la política monetaria convencional se enfrentaría a un problema si la tasa natural se encontrase en niveles negativos. Según Romer (2012):

“...el banco central puede fijar el tipo de interés siguiendo su regla. Pero si la regla en cuestión prescribe un tipo de interés nominal negativo, el banco no podrá. Como el rendimiento nominal de la base monetaria es cero, no hay razón alguna para que nadie adquiera un activo que ofrece un rendimiento nominal negativo. Así, pues, el tipo de interés nominal no puede ser inferior a cero” (Romer, 2006, p. 543)

Por ello, al menos en cuanto a la argumentación teórica, la política monetaria no convencional respondería a las condiciones anormales de una tasa natural negativa. Así, frente a esta situación el Banco Central debería fijar en cero el límite inferior del corredor de la tasa interbancaria (ZLB) y, a su vez, expandir fuertemente la base monetaria (QEs) para inducir un aumento en las expectativas inflacionarias¹².

En términos formales, asumiendo que el producto potencial está determinado exógenamente \bar{Y} y que la velocidad de circulación de la moneda es estable \bar{V} , despejando el nivel de precios P de la “ecuación de Fisher” se deduce que la variable explicativa es la oferta monetaria M :

¹¹ La base teórica de la regla de Taylor encuentra sus raíces en la teoría wickselliana de los fondos prestables: una política monetaria es inflacionaria (deflacionaria) si la tasa de interés nominal se encuentra por debajo (arriba) de la tasa de interés natural.

¹² No obstante, debe notarse que incluso algunos bancos centrales como el de Suecia, Suiza o el propio Banco Central Europeo han recientemente establecidos límites inferiores (*deposit rate*) negativos (Ver Panzera (2015) en Rossi y Rochon (eds) “Encyclopedia of Central Banking”)

$$P = \frac{M\bar{V}}{\bar{Y}}$$

Por lo tanto, cuando al modelo se le incorporan expectativas racionales, se llega a la conclusión de que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria debería determinar la tasa de inflación esperada π^e . Dicho de otro modo, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria liderada por los programas QE (veces un multiplicador monetario estable \bar{m}) debería determinar la tasa de interés real (negativa) de largo plazo $-r$ si la tasa de interés nominal es cero.¹³

$$\pi^e \equiv \frac{\Delta M}{M}$$

$$-r \equiv \frac{QE\bar{m}}{M}$$

De esta manera, a partir de un modelo de dinero exógeno basado en agentes racionales que toman decisiones inter-temporales a fin de maximizar utilidad, si éstos esperan un aumento de la tasa de inflación, preferirán aumentar el gasto hoy (estimular la demanda agregada) y ahorrar más mañana. En otras palabras, dada la restricción de fijar la tasa de interés nominal en niveles negativos, la Reserva Federal de los EEUU (Fed) podría inducir a que la tasa de interés real de largo plazo se torne lo suficientemente negativa como para igualar la tasa natural, absorbiendo así el exceso de ahorro de la economía.

Sin embargo, los problemas analíticos de este razonamiento no solo se reducirían a los presupuestos de sustitución factorial y neutralidad monetaria (Garegnani, 1978). Basta abandonar el viejo criterio cuantitavista que hay detrás para cuestionar el vínculo causal entre la expansión de la base monetaria y la reducción de la tasa de interés real. En otras palabras, aun asumiendo que la economía se encuentra en pleno empleo (supuesto absurdo en el marco de la crisis global), no necesariamente los QEs deberían aumentar las expectativas de inflación si lo que aumenta como consecuencia no es la demanda agregada sino el atesoramiento de dinero. Según Romer (2012):

“...la cuestión de hasta qué punto puede una expansión monetaria elevar las expectativas de inflación cuando el tipo de interés nominal está cercano a cero es más complicada (...) Así, pues, cuando el banco central eleva la oferta monetaria mediante la compra de bonos, los individuos pueden limitarse a conservar el

¹³ De acuerdo a la “ecuación de Fisher” la tasa de interés real es igual a la tasa nominal menos la inflación esperada ($r = i - \pi^e$). Por lo tanto, si la tasa nominal es igual a cero (ZLB), la tasa real sería de la misma magnitud que la tasa de inflación esperada pero con signo negativo.

dinero que llega a sus manos en lugar de los bonos vendidos. En consecuencia, no está claro por qué deberían aumentar las expectativas de inflación” (Romer, 2006, p. 553-554)

Por este motivo, según algunos economistas, la Fed habría perdido el control de la política monetaria y la economía habría ingresado a una “trampa de liquidez” (Romer, 2006, p. 545). La incapacidad de la Fed de reducir la tasa de interés real de largo plazo serían las causas de la *secular stagnation*. De allí que algunos nuevo keynesianos hoy parezcan “viejos” keynesianos. Por ejemplo, según Summers (2014)

“La Ley de Say era la proposición de que la oferta crea su propia demanda. Aquí, nosotros estamos observando que la falta de demanda crea su propia falta de oferta” (Summers, 2014, p. 71, traducción del autor)

Por tales motivos, frente a la “trampa de liquidez” solo restaría avanzar con políticas de expansión del gasto público:

“La expansión fiscal (...) no solo aumenta el empleo y el producto, también reduce el problema de la deuda pública en el largo plazo. Al contrario, insistir con la austeridad en estas circunstancias tiene efectos perversos. Ésta empeora el problema de la deuda que es motivo de esta política [y] prolonga la depresión económica (...) Keynes tenía razón sobre la política fiscal y Hebert Hoover estaba errado...” (Ball *et al*, 2014, p.12, traducción del autor)

Por supuesto que son más que bienvenidas estas afirmaciones en un clima global dominado por la austeridad fiscal. Sin embargo, la confusión en torno a la supuesta “trampa de liquidez” merece una aclaración, no solo por cuestiones teóricas sino por sus eventuales implicancias de política. Planteado en estos términos, pareciera que la política fiscal solo sería efectiva en el caso extremadamente particular de una economía con desempleo y tasa natural negativa. Dicho de otro modo, pareciera que si la tasa natural fuese positiva, el desempleo sería entonces fácilmente solucionado con política monetaria convencional (como sostienen los nuevos-keynesianos), y la política fiscal ya ni siquiera sería necesaria en el corto plazo como al menos reconocía la vieja Síntesis Neoclásica.

En la *Teoría General*, Keynes asume (innecesariamente) que el instrumento de política monetaria es la base monetaria y, por ende, el rendimiento de los bonos en el mercado secundario (la tasa de interés) es una variable endógena. Bajo el mundo no “ergódico” que asume Keynes, la incertidumbre sobre el futuro es una condición estructural de las economías monetarias de producción (Davidson, 1988). Así, cuando la incertidumbre es alta, los empresarios prefieren atesorar dinero que invertir en activos reales y los banqueros prefieren atesorar dinero que otorgar préstamos. De allí que, en contextos recesivos y de alta incertidumbre, según Keynes, existe una

posibilidad “teórica” de que la política monetaria se torne inefectiva para reducir el desempleo. En palabras de Keynes (1936):

“Hay la posibilidad (...) de que, tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez pueda volverse virtualmente absoluta en el sentido de que casi todos prefieran efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés tan baja. En este caso la autoridad monetaria habría perdido el control efectivo sobre la tasa de interés; pero aunque este caso extremo pueda llegar a tener importancia práctica en el futuro, aun no conozco ningún ejemplo de él” (Keynes, 1936, p. 178)

Para Keynes, habría “trampa de liquidez” si ante las persistentes posturas compradoras de bonos del Banco Central (expansión monetaria), en determinado momento, los rendimientos dejaran de caer en una suerte de rigidez a la baja, pero en determinado nivel positivo. Así, la preferencia por liquidez se tornaría en forma absoluta e insensible a la tasa de interés. Por lo tanto, la trampa consistiría en que, dada la imposibilidad de ampliar el diferencial entre la “eficiencia marginal del capital” (exógenamente dada) y la tasa monetaria de interés, la inversión no reaccionaría a pesar de los esfuerzos de la política monetaria. De esta forma, en todo caso, el desempleo en Keynes estaría más asociado a rigideces en la tasa de interés nominal que a rigideces en los salarios nominales como concluyó erróneamente la Síntesis Neoclásica.

Independientemente de la función de inversión que Keynes asume en su teoría de la preferencia por la liquidez, y que sin duda podría entrar en tensión con el propio principio de la demanda efectiva, lo que importa aquí determinar es si aquellos conceptos son aplicables a la crisis global actual o no. En primer lugar, el instrumento de política de la Fed, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo o el Banco de Japón, entre otros, es la tasa de interés y no la oferta monetaria. Por lo tanto, no existe ninguna eventual rigidez a la baja en la tasa de interés porque la Fed fija el nivel de la tasa de los fondos federales en el rango de valores mayores o iguales a cero que desea. En segundo lugar, los QEs no han sido condición necesaria para mantener la política de ZLB, pues hasta con simples señalizaciones y anuncios de política la Fed puede disciplinar el mercado en función de sus objetivos.

En la práctica, la efectividad de los QEs residió en el saneamiento de los balances del sector financiero. Imaginar que Ben Bernanke, ex presidente de la Fed, depositaba seriamente sus esperanzas en las decisiones inter-temporales de agentes racionales como mecanismo de recuperación económica, como mínimo, sería subestimar el pragmatismo de un investigador especializado en la Gran Depresión. Pero, si por un momento asumimos que efectivamente los QEs estaban motivados por la teoría, en todo caso, de lo que se trataría es de una trampa de liquidez *real* en el

mercado de fondos prestables que poco y nada tiene que ver con la *Teoría General* de Keynes (Vernengo, 2014)

La acumulación de reservas bancarias y el consecuente aumento de la base monetaria en los Estados Unidos no responden a una supuesta “preferencia de liquidez” de los bancos. Exceptuando los momentos de mayor estrés del sistema financiero, en general, al contrario, los bancos tienden a preferir la iliquidez (o en todo caso los activos seguros y líquidos pero que rinden intereses, como los títulos públicos) y, consecuentemente, los altos retornos. No parecería razonable suponer que el estancamiento norteamericano ha sido causado por la incertidumbre de los banqueros, sino más bien por la “certidumbre” del sector privado en su conjunto de que los factores de demanda que deberían impulsar la economía son insuficientes. Los bancos norteamericanos han acumulado gran cantidad de reservas porque en el contexto de un des-apalancamiento del sector privado (estancamiento de la demanda agregada y, por ende, del crédito) y una política de ZLB no hay activos seguros que rindan intereses que permitan justificar la absorción monetaria. Justamente la paradoja se produce cuando en el marco de la política de ZLB la base monetaria se torna exógena porque la oferta monetaria es endógena (Lavoie, 2010)

En la Figura 11 observamos cómo, por un lado, la base monetaria se torna atípicamente exógena y, por otro lado, la tasa de los fondos federales y los rendimientos de las letras del Tesoro a corto plazo (por ejemplo, a tres meses) fluctúan por debajo de la tasa de interés que la Fed paga por los excesos de reservas bancarias. Asimismo, la tasa de interés sobre los excesos de reservas es al mismo tiempo el límite superior del corredor de tasas (entre 0 y 0,25 por ciento) que la Fed fija para la fluctuación de la tasa de los fondos federales (Figura 12).

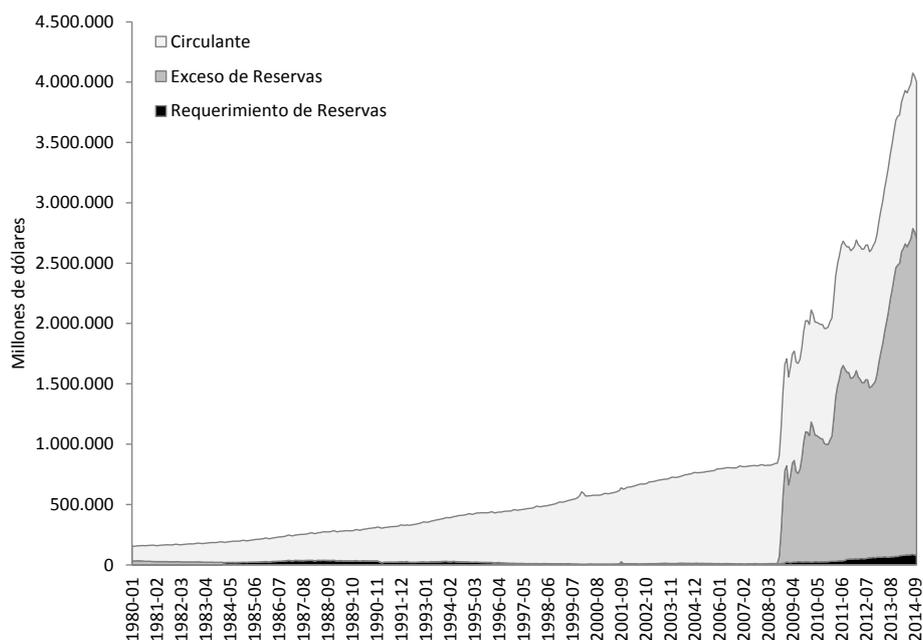


Figura 11: Base Monetaria desagregada
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

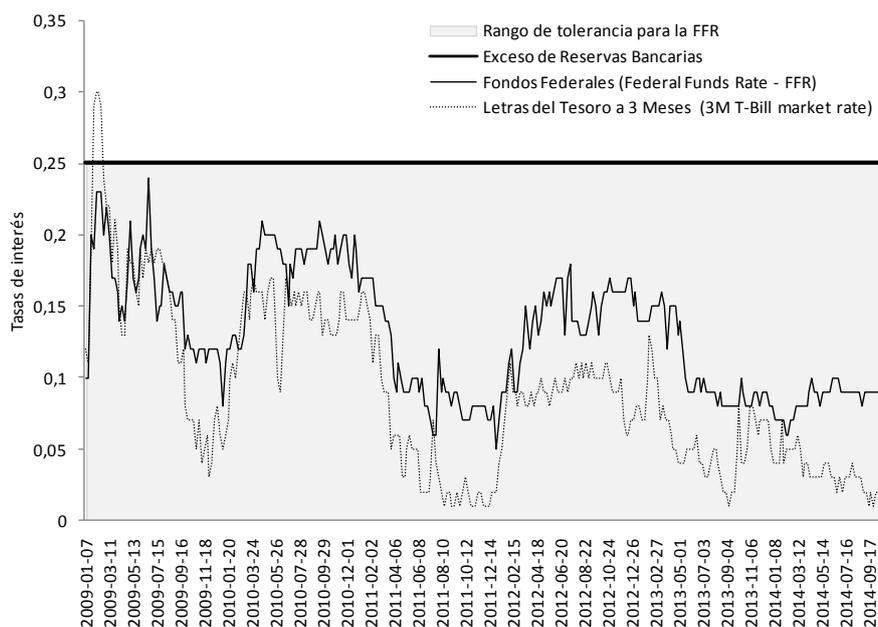


Figura 12: Tasa de interés sobre el exceso de reservas bancarias, fondos federales, letras del Tesoro y rango de tolerancia para la tasa interbancaria (corredor de tasas)
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

Por otro lado, a pesar de las bajas tasas de interés y la expansión de la base monetaria, la oferta monetaria M2 y el crédito bancario no reaccionan (Figura 13). Por este motivo, el llamado “multiplicador monetario” ha fluctuado desde la crisis en valores menores a 1 (Figura 14). Así, la combinación de política monetaria no convencional y des-apalancamiento financiero del sector privado pone de manifiesto las limitaciones del concepto del multiplicador monetario *ex ante* y estable (Carpenter y

Demiralp, 2010), ya que en realidad siempre se trata de una fracción flexible *ex post* entre la oferta monetaria y las reservas bancarias.

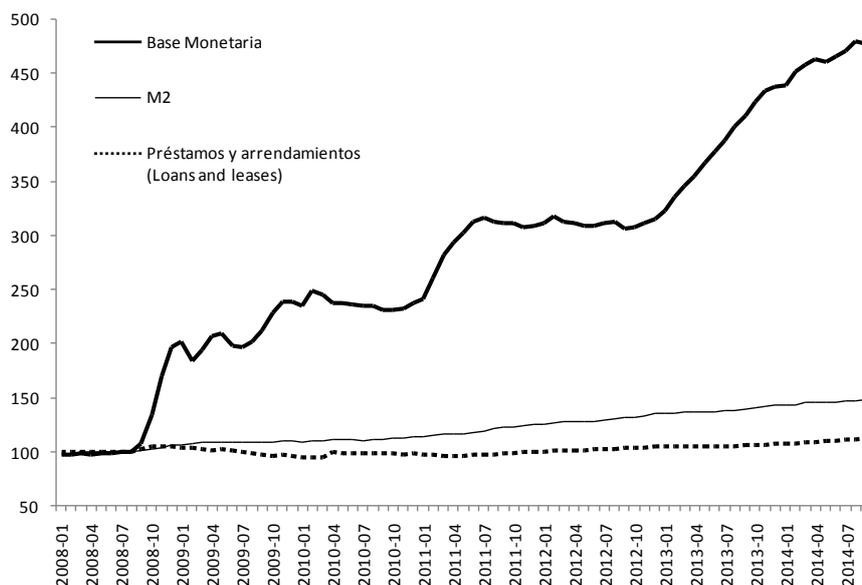


Figura 13: Índice (base 100=Agosto 2008) de Base Monetaria, M2 y préstamos y arrendamientos financieros de los bancos comerciales
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

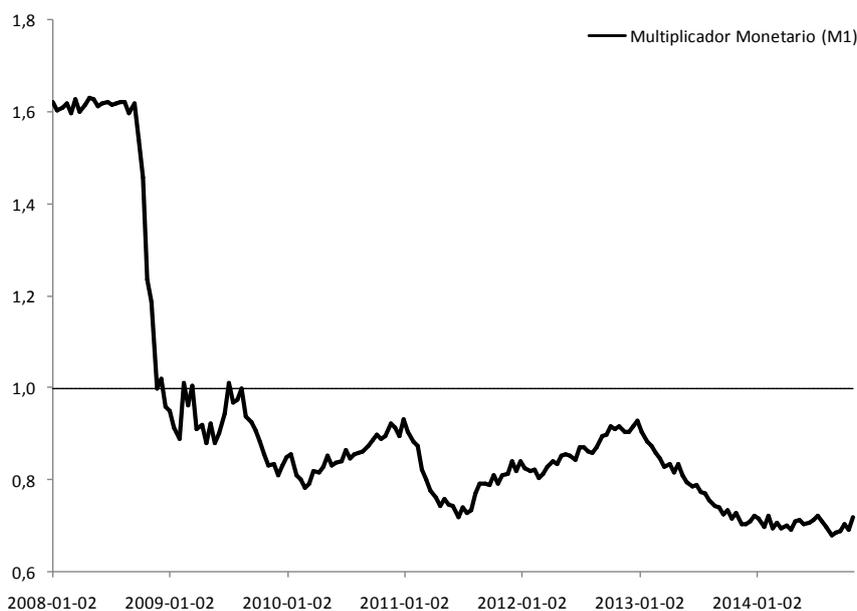


Figura 14: Multiplicador Monetario para M1
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal

7. Conclusiones

La Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME) no solo plantea problemas teóricos sino también su incapacidad para compatibilizar sus postulados con la evidencia empírica, siendo la reciente crisis global un caso emblemático. Alternativamente, han surgido enfoques teóricos que incorporan aspectos subjetivos

determinantes en la dinámica de los mercados financieros. Los aportes de las Finanzas Comportamentales (FC) y de otras miradas alternativas son una primera negación, no por ello superficial, a los postulados de la HME. No obstante, probablemente Minsky haya sido uno de los autores que más lejos ha llegado en desarrollar un enfoque integral sobre los mercados financieros en economías monetarias de producción.

Aun así, la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (HIF) parece ser una condición necesaria pero no suficiente para entender las causas y los desafíos de la crisis global. Además del enfoque minskiano acerca de la dinámica del sistema financiero, del enfoque keynesiano acerca de la determinación del nivel del producto y el empleo, parece ser importante también retomar el enfoque clásico de la distribución del excedente. De esta manera, se puede abordar con mayores refuerzos un análisis sobre el crecimiento y la distribución en tiempos de globalización financiera.

La llamada “política monetaria no convencional” de la Reserva Federal de los Estados Unidos, pero también de los principales bancos centrales, ha sido efectiva en la estabilización del sistema financiero. Sin embargo, como era de esperar, ha sido inefectiva como estímulo de la demanda agregada. Así, se ha puesto de relieve el carácter endógeno de la oferta monetaria y, paradójicamente, el carácter exógeno de la base monetaria cuando la tasa de interés es cercana a cero (*Zero Lower Bound*), o mejor dicho, cuando la tasa de los fondos federales y de las letras del Tesoro son inferiores a la tasa de interés que reciben los bancos por mantener reservas excedentarias.

Asimismo, la crisis ha demostrado la necesidad de expandir la demanda agregada a través de estímulos fiscales y de avanzar hacia un proceso de redistribución progresiva del ingreso a fin de evitar los riesgos sistémicos asociados a los modelos de crecimiento basados en la sustitución de salarios por crédito al consumo y residencial. En este contexto, el abandono de la austeridad fiscal se plantea como una necesidad sistémica no solo para las economías centrales sino también para la estabilidad financiera y la expansión de la economía mundial.

Bibliografía

- Ball, L., B. DeLong and L. Summers (2014) “Fiscal Policy and Full Employment,” Washington: Full Employment, April 2, 2014.
- Barba, A. and M. Pivetti (2009) “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis,” *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, 113-137.
- Breeden, D.T. (1979) “An Intertemporal Asset Pricing with Stochastic Consumption and Investment Opportunities” *Journal of Financial Economics*. 7:2, pp. 265-96.

- Campbell, J.Y. and R.J. Shiller (1988) "Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends," *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Seventh Annual Meeting of the American Finance Association, Chicago, Illinois, December 28-30, 1987 (Jul., 1988), 661-676)
- Congressional Budget Office (2014) "Revisions to CBO's Projection of Potential Output since 2007," Congress of the United States, Congressional Budget Office, February 2014.
- Davidson, P. (2008) "Is the Current Financial Distress Caused by the Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment? Or Is It the Result of Attempting to Securitize Illiquid Noncommercial Mortgage Loans?" *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, No. 4 (Summer, 2008), pp. 669-676
- DeLong, J.B. and L.H. Summers (2012) "Fiscal Policy in a Depressed Economy," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.
- DeLong, J.B.; A. Shleifer, L.H. Summers and R.J. Waldmann (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 2, June 1990.
- De Lucchi, J.M. (2012) "El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena," *Documento de Trabajo Nro. 44*, Cefidar.
- De Lucchi, J.M. (2013) "Endogenous money and public foreign debt during the Argentinean Convertibility," *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1 No. 3, Autumn 2013, pp. 322-346
- De Lucchi, J.M. (2015) "Financial Repression," en Rossi, S. y L-F. Rochon "Encyclopedia of Central Banking", Edward Elgar Publishing.
- Eatwell, J. y L. Taylor (2005) "Finanzas Globales en Riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional," Cefidar-Siglo Veintiuno Editores.
- Eichengreen, B., R. Hausmann and U. Panizza (2003) "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why are not the same and why it matters", Working Paper 10036, National Bureau of Economic Research.
- Epstein, G. (2005) "Financialization and the World Economy," Edward Elgar.
- Fama, E. (1970) "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*.
- Fisher, I. (1933) "The Debt Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* 1: 337-57.
- Frenkel, R. and M. Rapetti (2009) "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done," *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, 685-702.
- Garegnani, P. (1978) "Notes on consumption, investment and effective demand: I," *Cambridge Journal of Economics*, 1978, 2, 335-353
- Goodhart, C.A.E. (2010) "The changing rol of central banks," Working Paper 326, BIS, November 2010.
- Grossman, S.J. and R. Shiller (1981) "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices" *American Economic Review*. May. 71:2, pp. 222-27.
- Keynes, J.M. (1936) "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero," Fondo de Cultura Economica, tercera edición 2001.
- Kindleberger, Ch. (1978) "Manias, Panics and Crashes," New York, Basic Books.
- Kregel, J. (2008) "Minsky's cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. The Public Policy Brief Series, N°93, The Levy Economics Institute of Bard College
- Kupelian, R. y M.S. Rivas (2011) "Dimensión y regulacion de los conglomerados financeiros II," *Documento de Trabajo Nro. 41*, Cefidar.
- Lavoie, M. (1997) "Loanable Funds, Endogenous Money and Minsky's Financial Fragility Hypothesis", Cap 5. Em : Cohen, Hegemann & Smithin, « Money, Financial Institutions and Macroeconomics », Kluwer Academic Publishers.
- Lavoie, M. (2010) "Changes in central bank procedures during the subprime crisis and their repercussions on monetary theory," Working Paper N° 606, Levy Economics Institute.

- LeRoy, S.F. and R.D. Porter (1981) "The Present-Value Relations: Test Based on Implied Variance Bounds," *Econometrica*, May 49:3 pp. 97-113.
- Lucas, R. (1978) "Asset Prices in a Exchange Economy" *Econometrica*. November, 46:6 pp. 1429-445.
- McKinnon, R.I. (1973) "Money and Capital in Economic Development," Washington, DC: Brookings Institution.
- Merton, R. (1973) "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model" *Econometrica*. September, 41:5, pp. 867-87.
- Minsky, H.P. (1975) "John Maynard Keynes," Mc Graw-Hill; 1 edition (April 16, 2008)
- Minsky, H.P. (1982) "Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance," M.E. Sharpe, Inc, Armonk, New York.
- Minsky, H.P. (1982) "Can 'It' Happen Again? A Reprise", Hyman P. Minsky Archive, Paper 155, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155
- Minsky, H.P. (1986) "Stabilizing an Unstable Economy," Mc Graw-Hill, 1 edition (May 5, 2008)
- Minsky, H.P. (1991) "Financial Crisis: Systemic or Idiosyncratic," Working Paper No. 51, Prepared for presentation at "The Crisis in Finance," a Conference of The Jerome Levy Economics Institute.
- Minsky, H.P. (1992) "The Financial Instability Hypothesis," Working Paper No.74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H.P. (1993) "Finance and Stability: The Limits of Capitalism," Working Paper No. 93, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Muth, J.F. (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, Vol. 29, No. 3 (Jul., 1961), pp. 315-335
- Nelson, C. and C. Plosser (1982) "Trends and Random Walks in Macro-economic Time Series: some evidence and implications", *Journal of Monetary Economics*, 10, 1399-162
- Panzer, F.S. (2015) "Negative rate of interest" en: Rossi, S. y L-F. Rochon (eds) "Encyclopedia of Central Banking," Edward Elgar Publishing.
- Pérez Caldentey, E. and M. Vernengo (2010) "Modern finance, methodology and the global crisis", *Real-World Economics Review*, Issue no. 52
- Petri, F. (1993) "Critical notes on Kalecki's Theory on Investment," in Mongiovi, G. and Ruhl, C. (eds), *Macroeconomic Theory: Diversity and Convergence*, Aldershot, Edward Elgar.
- Pivetti, M. (1991) "An Essay on Money and Distribution," London: Macmillan.
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2009) "Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera", Fondo de Cultura Económica, México, 2011.
- Romer, D. (2006) "Macroeconomía Avanzada," Mc Graw-Hill, Tercera Edición.
- Romer, D. (2011) "Advanced Macroeconomics," Mc Graw-Hill, 4 Edition (March 29, 2011)
- Rossi, M. A. (2000) "La hipótesis de eficiencia en los mercados de acciones. El caso del mercado de valores de Buenos Aires," *Económica*, La Plata, Vol. XLVI, Nro. 1, Año 2000.
- Seccareccia, M. (2012) "Financialization and the transformation on commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis," *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2): 277-300.
- Serrano (2006), "Mind the gap: hysteresis, inflation dynamics and the rraffian supermultiplier", IE-UFRJ, mimeo.
- Serrano, F. (2008) "Los trabajadores gastan lo que ganan. Kalecki y la economía americana en los años 2000," *Revista Circus*, Septiembre 2008.
- Shaikh, A. (2010) "Reflexivity, path dependence, and disequilibrium dynamics," *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 2010, Vol. 33, No. 1 3.
- Shaikh, A. (2013) "On the role of reflexivity in economic analysis," *Journal of Economic Methodology*, Vol. 20, Issue 4, 2013.
- Shiller, R.J. (1987) "The Volatility of Stock Market Prices," *Science*, Vol. 235 (2 January 1987), pp. 33-37
- Shaw, E.S. (1973) "Financial Deepening in Economic Development," New York: Oxford University Press.

- Shiller, R.J. (1981) "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?," *The American Economic Review*, June 1981.
- Shiller, R.J. (2003) "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No.1. (Winter, 2003), pp. 83-104.
- Summers, L.H. (2014) "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, National Association for Business Economics
- Soros, G. (1995) "Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve", John Wiley and Sons, Inc.
- Soros, G. (2009) "The Crash of 2008 and What It Meant," New York: Public Affairs, 2009.
- Thaler, R.H. (1999) "The End of Behavioral Finance," Association of Investment Management and Research.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1974) "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27, 1974), pp. 1124-1131.
- Vernengo, M. (2014) "More on flimflam and lack of understanding of the capital debates," post May 2, 2014, nakedkeynesianism.blogspot.com
- Wolfson, M. (1996) "A post-Keynesian theory of credit rationing," *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (3), 443–470.
- Wierzba, G., E. del Pino, R. Kupelian y R. López (2008) "La regulación financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma," Documento de Trabajo Nro. 22, CEFID-Ar.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

- Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004
- Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004
- Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005
- Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005
- Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005
- Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005
- Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005
- Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006
- Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006
- Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006
- Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006
- Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006
- Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006
- Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007
- Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007
- Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007
- Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007
- Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007
- Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007
- Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008
- Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008
- Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

- Nº 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- Nº 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009
- Nº 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- Nº 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- Nº 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009
- Nº28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- Nº29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- Nº30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.
- Nº31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.
- Nº32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.
- Nº33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010
- Nº34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.
- Nº35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.
- Nº36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.
- Nº37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.
- Nº38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.
- Nº39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.
- Nº40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.
- Nº41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.
- Nº 42 “Globalización financiera y crisis. Los límites que impone la OMC para la regulación estatal”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012

- N° 43 – “ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.
- N° 44 – “EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA. REFLEXIONES SOBRE LA CONVERTIBILIDAD Y LA POST-CONVERTIBILIDAD ARGENTINA (1991-2010)”. Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.
- N° 45 – “EXPANSIÓN ECONÓMICA Y SECTOR EXTERNO EN LA ARGENTINA DE LOS AÑOS 2000”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.
- N° 46 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD II. SIMULACIÓN DE LOS EFECTOS DISTRIBUTIVOS DE CAMBIOS EN EL GASTO PÚBLICO Y LOS IMPUESTOS. (ARGENTINA, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.
- N° 47 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD III. FISCALIDAD Y EQUIDAD EN LA ARGENTINA: UN ENFOQUE DE EQUILIBRIO GENERAL”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.
- N° 48 – “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.
- N° 49 – “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas. Septiembre 2013.
- N° 50 - “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.
- N° 51 - “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.
- N° 52 - “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.
- N° 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.
- N° 54 - “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.
- N° 55 - “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERNCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.
- N° 56 - “CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS” Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014
- N° 57 “SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL DESACOPLE ENTRE EL CENTRO Y LA PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO” Fabián Amico. Mayo 2014
- N°58 - “FUGA DE CAPITALES IV. ARGENTINA, 2014. LA MANIPULACIÓN DE LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA” Verónica Grondona con la supervisión de Jorge Gaggero.
- N° 59 - “EXCEDENTE Y DESARROLLO INDUSTRIAL EN ARGENTINA: SITUACIÓN Y DESAFÍOS” Autores: Fernando Porta, Juan Santarcangelo y Daniel Scheingart. Julio 2014
- N° 60 - “FUGA DE CAPITALES V. ARGENTINA, 2014. LOS “FACILITADORES” DE LA FUGA”. Autora: Magdalena Rua con la supervisión de Jorge Gaggero. Agosto 2014
- N° 61 - “POLÍTICA MONETARIA, BANCOS PÚBLICOS Y FLUJOS DE CAPITALES EN CHINA. UN MERCADO FINANCIERO LIDERADO POR EL ESTADO” Autor: Juan Matías De Lucchi. Septiembre 2014
- N° 62 - “UNA MIRADA CRITICA AL PARADIGMA DEL MULC” Autor: Estanislao Malic. Octubre 2014

Nº 63 - “LA SOJA EN ARGENTINA (1990-2013): CAMBIOS EN LA CADENA DE VALOR Y NUEVA ARTICULACIÓN DE LOS ACTORES SOCIALES” Autores: Martín Burgos, Ernesto Mattos y Andrea Medina. Noviembre 2014

Nº 64 - “DINÁMICA DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y LA SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES. REFLEXIONES HISTÓRICAS Y BALANCE DEL PERÍODO 2003-2013” Autores: Matías Kulfas, Evelin Goldstein y Martín Burgos. Diciembre 2014