
EL RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO Y LAS CRISIS FINANCIERAS

*José Eduardo Gómez**

*Nidia Ruth Reyes***

INTRODUCCIÓN

La mayoría de los trabajos teóricos sobre finanzas e inversión publicados en las décadas de 1960 y 1970 (los modelos neoclásicos y los modelos “q”) se fundamentaron en el teorema de la irrelevancia financiera de Miller y Modigliani (1958), el cual establece que, en ciertas condiciones, las decisiones reales de inversión de la firma dependen únicamente de la rentabilidad esperada. En últimas, esta es una aplicación de la doctrina ortodoxa de la neutralidad del dinero en el campo de las finanzas. La estructura financiera no juega ningún papel en estos modelos, pues en mercados financieros perfectos los fondos internos y externos son sustitutos perfectos para las firmas y no hay posibilidad de racionamiento del crédito¹. No obstante, los trabajos empíricos que se hicieron en esa misma época produjeron resultados inconsistentes con la noción de irrelevancia financiera².

*Profesor de la Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales del Externado de Colombia, jgomgo@uol.com, cra. 25 n.º 168-91, interior 6, apartamento 123, Bogotá.

** Profesora de la Facultad de Administración del Externado, nreyessa@hotmail.com, cra. 25 n.º 168-91, interior 6, apartamento 123, Bogotá. Los autores agradecen los comentarios de los árbitros externos de la *Revista de Economía Institucional*. Fecha de recepción: 7 de noviembre de 2001, fecha de aceptación: 25 de abril de 2002.

¹ Esto implica que todas las firmas pueden obtener siempre la cantidad de financiamiento que requieren para poner en marcha sus planes de inversión. Si sus fondos internos no son suficientes, obtienen financiamiento externo al mismo costo y en la cantidad requerida, independientemente de sus posiciones de balance.

² Entre los trabajos realizados están los que encontraron relación entre crisis financieras y contracciones económicas, los que encontraron que las variables financieras comparten ciclos con las variables reales y los que encontraron que los fondos internos son buenos predictores empíricos de la inversión. Ver Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) y Hubbard (1988).

Esos resultados, sumados a la creciente fragilidad financiera de las economías a finales del siglo veinte, motivaron el desarrollo de teorías que incluyen explícitamente los factores financieros, en particular el crédito y las estructuras de deuda de las unidades económicas, y que procuran explicar los episodios de crisis financieras como fenómenos económicos.

Gran parte de los desarrollos teóricos que incorporan el crédito en la teoría macroeconómica lo han hecho a partir de la idea de la existencia de asimetrías de información (Allen y Gale, 2001; Bernanke y Gertler, 1990; Hubbard, 1990). Así explican las restricciones al crédito bancario por las imperfecciones de los sistemas de información que hacen más costoso el financiamiento con deuda que el financiamiento con utilidades retenidas. En esa línea de argumentación, las crisis financieras aparecen cuando las restricciones de crédito hacen imposible el refinanciamiento de algunos deudores, y se desencadenan pérdidas de capital y quiebras de empresas y bancos. Esta literatura, basada en la idea original de Akerlof (1970), aunque es interesante y ha ganado aceptación frente al paradigma ortodoxo convencional, ignora gran parte de los desarrollos poskeynesianos sobre incertidumbre, tiempo y formación de expectativas (Clower, 1999; Dalziel, 1999-2000; Davidson, 1988; Ndikumana, 2001; Wray, 1991).

El objetivo de este artículo es mostrar por qué en ciertos momentos, la oferta de crédito no es suficiente para atender las demandas de financiamiento de la inversión, lo que puede llevar a la aparición de crisis financieras desde una perspectiva más amplia, basada en la teoría financiera poskeynesiana que tiene en cuenta los factores institucionales alrededor de las relaciones financieras entre las empresas y los bancos.

El artículo se divide en cuatro partes. La primera es esta introducción. En la segunda se presentan las dos líneas principales que han seguido los modelos neokeynesianos de asimetrías de información en los mercados financieros. En la tercera, una explicación poskeynesiana e institucionalista de los recortes al crédito bancario y la aparición de crisis financieras y en la última, algunas conclusiones.

ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS E INVERSIÓN

La mayoría de los trabajos teóricos publicados después de la introducción de asimetrías de información en los mercados financieros han seguido dos líneas de trabajo: una línea estudia el papel de las

asimetrías de información en el nexo entre movimientos del financiamiento interno y la inversión, manteniendo constantes las oportunidades de inversión, mientras que la otra estudia su papel en la existencia de diferentes patrones de financiamiento y control operativo de las firmas.

Ambas líneas de investigación tienen sin embargo un punto de partida común: la teoría nekeynesiana, según la cual cada inversión potencial tiene una función de distribución de probabilidad de retornos objetiva y conocida por los inversionistas. Cada proyecto tiene asociado un nivel de rentabilidad y de riesgo, representado por la función de probabilidad asociada. Los inversionistas conocen dicha función, porque se especializan en invertir. Los bancos se especializan por el contrario en prestar para financiar proyectos de inversión y no en desarrollar proyectos ni en invertir. Por esta razón, los banqueros no conocen la función de distribución de probabilidad de retornos de cada proyecto de inversión particular; solo conocen la rentabilidad promedio de los proyectos de inversión³. De acuerdo con esta teoría, lo que saben los banqueros es que no les conviene aumentar la tasa de interés, pues esto afecta de forma perversa el riesgo de los proyectos de inversión debido a la existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral.

El efecto de selección adversa consiste en que al subir la tasa de interés de colocación se reduce el número de inversionistas prudentes que desean contraer deuda bancaria para financiar sus planes de inversión, mientras que se mantiene el número de inversionistas riesgosos que demandan crédito bancario. Esto sucede porque al subir la tasa de interés se reduce el número de proyectos de inversión viables y se privilegian los proyectos que tienen un espectro de rentabilidad esperada más amplio. Los proyectos de inversión más riesgosos cumplen ese criterio de selección, pues tienen retornos esperados muy altos pero baja probabilidad de realización. En cambio, los proyectos de inversión prudentes tienen un espectro de retornos esperados menor. De modo que al subir la tasa de interés, los proponentes de proyectos de inversión más prudentes son los primeros en retirarse. A medida que la tasa de interés sigue subiendo, sólo los inversionistas menos prudentes mantienen su intención de contraer deuda. De esa forma, el efecto de selección adversa predice que los aumentos de la

³ En este supuesto nekeynesiano están implícitas las ideas de división y especialización del trabajo: los empresarios se dedican a hacer lo que mejor hacen, es decir, a invertir, mientras que los banqueros se limitan a decidir a quién prestar y a quién no. Los banqueros no conocen tan bien el mundo de los negocios como los inversionistas.

tasa de interés tienen un efecto nocivo sobre la estabilidad del sistema financiero, porque promueven el financiamiento especulativo al seleccionar en forma perversa a los inversionistas que tienen acceso al crédito bancario.

El efecto de riesgo moral no se refiere a la selección perversa de los inversionistas causada por un aumento de la tasa de interés, sino a la selección perversa de proyectos de inversión en la mente de cada inversionista. De acuerdo con este efecto, todo cambio de la tasa de interés lo lleva a que cada inversionista elija entre sus proyectos de inversión cuáles financiar con deuda bancaria. Un aumento de la tasa de interés lo lleva a elegir los proyectos más riesgosos, pues son los que prometen un mayor retorno, aunque su realización sea menos probable. De esa forma, este efecto lleva a que cada inversionista se desee comportar en forma más especulativa a medida que aumenta la tasa de interés.

La existencia de estos dos efectos se apoya en el supuesto de que existen inversionistas neutrales al riesgo que no tienen costos de bancarrota: la única pérdida en que incurren si un proyecto fracasa es la de dejar de percibir los retornos esperados. La pérdida grande la asumen los bancos. De ese modo, para los bancos es nocivo un incremento en la tasa de interés, pues si bien el efecto directo es recibir mayores promesas de pago de intereses por cada préstamo realizado, la probabilidad de que las promesas se vuelvan realidad es menor⁴. Lo mejor para los bancos es entonces restringir el crédito, pues no pueden diferenciar entre deudores buenos, de bajo riesgo, y deudores malos, de alto riesgo.

La primera línea de investigación en esta tradición estudia entonces las implicaciones de la existencia de asimetrías de información en los mercados financieros sobre los costos del financiamiento interno y externo. Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) muestran que cuando hay imperfecciones de información aparece una jerarquía de medios de financiamiento, y se prefieren los fondos internos por ser menos costosos que los externos. Como los prestamistas no pueden hacer discriminación de precios entre “deudores buenos” y “deudores malos”⁵ a la hora de establecer contratos de deuda, algunos inversionistas sufren restricciones de crédito. Stiglitz y Weiss (1981) mostraron que

⁴ Stiglitz y Weiss (1981) encontraron que hay una tasa de interés máxima r^* conveniente para los banqueros, pues maximiza sus utilidades esperadas. Cualquier tasa $r > r^*$ les da una utilidad esperada menor, por lo que a ese nivel r de tasa de interés habrá racionamiento de crédito en la economía.

⁵ Es decir, los bancos no pueden cobrar tasas de interés variables a los inversionistas, pues no saben quiénes son prudentes ni quiénes, riesgosos.

en presencia de selección adversa y riesgo moral existe equilibrio de mercado con racionamiento de crédito.

Calomiris y Hubbard (1990) amplían el argumento, suponiendo que los inversionistas tienen diferentes niveles de fondos internos. Los prestamistas, ante la imposibilidad de reconocer cuáles proyectos de inversión son buenos y cuáles no, se basan en el nivel de la garantía (fondos internos) de los demandantes de crédito para tomar sus decisiones de prestar. De esa forma, ante aumentos de la tasa de interés sólo prestan a los agentes que poseen fondos internos más altos que sirven como garantía en los contratos de deuda. Esto hace que algunos proyectos prudentes, que potencialmente podían generar buenos resultados, se queden sin financiamiento.

Este argumento se utiliza en las explicaciones neokeynesianas de las crisis financieras: puesto que los fondos internos son procíclicos, surge un mecanismo acelerador que lleva al aumento progresivo del crédito bancario durante los auges y a su brusca reducción en las recesiones. Así, cuando los resultados empiezan a ser inferiores a los esperados y las firmas requieren más que nunca el refinanciamiento, difícilmente pueden acceder al crédito bancario. A medida que este efecto se agrava se producen las quiebras masivas que originan las depresiones económicas profundas y los procesos de deflación del precio de los activos.

Por su parte, la segunda línea de investigación se concentra en mostrar la importancia de los bancos como intermediarios financieros, que al especializarse en tomar prestado de pequeños ahorradores individuales para prestar en grande reducen los costos de financiamiento de los proyectos de inversión importantes. Así como los bancos se especializan en prestar, también se especializan en inventar formas de ejercer control sobre los deudores. Es decir, reducen los costos de supervisión y control de los deudores, de modo que, *ceteris paribus*, el nivel de crédito es mayor y el costo de financiamiento, menor. En los trabajos que siguen esta segunda línea, estrechamente relacionada con la primera, lo más importante es que los bancos operen bien para que no se presenten restricciones de crédito. Las restricciones aparecen cuando surgen distorsiones que limitan las facultades de control y supervisión de los bancos.

HACIA UNA EXPLICACIÓN POSKEYNESIANA DE LAS RESTRICCIONES DE CRÉDITO

Si bien la teoría neokeynesiana se aleja de la teoría económica dominante en algunos puntos importantes, como en el de la neutralidad

del dinero⁶, aún adopta algunos supuestos convencionales que limitan su alcance para explicar las crisis financieras. En primer lugar, los modelos neokeynesianos aceptan la teoría del ahorro previo, propia de los modelos neoclásicos, que lleva a entender los bancos como simples intermediarios financieros incapaces de crear dinero y que se limitan a captar fondos para luego colocarlos. Esto va en contra de la idea poskeynesiana de la endogeneidad del dinero. En segundo lugar, los modelos neokeynesianos suponen problemas de concentración de una información que existe pero que está disponible de forma desigual para los agentes económicos, sin entrar a estudiar la incertidumbre fundamental, uno de los pilares de la teoría económica poskeynesiana.

ENDOGENEIDAD DEL DINERO

Uno de los postulados poskeynesianos más importantes es que en una economía cerrada, el dinero es endógeno en el sentido de control⁷. Este postulado se basa en la observación de que, en la práctica bancaria regular, el crédito precede a los depósitos en el agregado: los bancos otorgan el crédito demandado por los inversionistas y luego se preocupan por conseguir las reservas necesarias. Pero, ¿de dónde obtienen las reservas? Los economistas poskeynesianos han desarrollado dos teorías para responder esta pregunta. La primera teoría, liderada por Moore (1983) y conocida como la teoría horizontalista de la endogeneidad del dinero, plantea que el banco central se acomoda siempre a las necesidades de reservas del sistema, dada su función de prestamista de última instancia y las presiones políticas para que cumpla dicha función. Desde este punto de vista, el banco central fija la tasa de interés y los bancos comerciales pueden obtener todas las reservas que deseen a esta tasa. Esta teoría es completamente opuesta a la verticalista, propuesta por la teoría monetarista⁸.

⁶ Al proponer que los factores financieros influyen, al menos en el corto plazo, en las decisiones reales de inversión de las firmas, la teoría neokeynesiana rechaza el supuesto de superneutralidad del dinero de la corriente dominante del equilibrio general.

⁷ En una economía abierta, el dinero es endógeno incluso para la teoría económica ortodoxa, por otros motivos. Ver Sherman (1991).

⁸ La teoría monetarista, que se basa en la teoría cuantitativa del dinero (Friedman, 1956, Lucas, 1988), plantea que la oferta monetaria es exógena en términos de control. Esto quiere decir que el banco central determina en forma autónoma la cantidad de dinero de la economía a través de tres instrumentos básicos: la tasa de redescuento, el encaje bancario y las operaciones de mercado abierto.

La teoría horizontalista tiene el inconveniente de que no puede explicar el comportamiento procíclico de la tasa de interés, pues plantea que el dinero es completamente endógeno, independientemente de las etapas del ciclo económico.

La segunda teoría dice que frente a la demanda de reservas de los bancos comerciales, el banco central puede no actuar en forma acomodaticia, puesto que tiene que cumplir otro objetivo, la estabilidad de precios. Para obtener las reservas que necesitan, los bancos comerciales tienen que recurrir a los mercados monetarios, en donde las unidades superavitarias se encuentran con las unidades deficitarias. En esos mercados monetarios se determinan las tasas de interés interbancarias y de Repos, que en últimas dependen del grado de liquidez del sistema⁹. Las innovaciones financieras pueden ayudar a suplir las necesidades de reservas del sistema cuando la proporción de unidades deficitarias aumenta, pero su desarrollo es costoso, por cuanto suelen transferir fondos de pasivos con altos requerimientos de reservas y bajo costo hacia pasivos de bajos requerimientos de reservas y alto costo, lo que encarece la intermediación y eleva las tasas de interés¹⁰.

Lo más interesante de esta segunda teoría de la endogeneidad del dinero es que permite la existencia de racionamiento de crédito, ya que ante demandas potenciales de recursos, una parte resulta en mayor crédito en el sistema y otra en mayores tasas de interés. Lo importante es que el banco central puede restringir el desarrollo normal del financiamiento endógeno de la economía, pero no puede hacer lo inverso: por sí mismo no puede inyectar crédito privado en la economía, puesto que la entrada de crédito exige la preexistencia de una demanda de crédito para financiar la actividad productiva.

INCERTIDUMBRE FUNDAMENTAL

En la teoría neokeynesiana, el mayor problema es el de la concentración de la información en algunos agentes. La información necesaria existe, sólo que pertenece a unos agentes particulares: los inversionistas. Es decir, el problema es que en todo proyecto de inversión hay información interna, privada, que no está disponible plenamente para los prestamistas. Pero los inversionistas pueden prever todos los resultados posibles de sus decisiones de inversión y conocen las funciones

⁹ Es decir, en la medida en que la proporción de unidades deficitarias aumente en relación con las superavitarias, las tasas de interés interbancaria y de Repos tienden a subir.

¹⁰ Ver Sherman (1991).

de probabilidad objetivas de sus proyectos de inversión. El problema que enfrentan es exactamente igual al de un apostador en un casino: conocen todos los resultados posibles de sus apuestas y el riesgo que implican. Los más arriesgados apuestan a eventos menos probables pero conocidos, mientras que los menos arriesgados actúan en forma más conservadora.

Los banqueros, por su parte, saben que los inversionistas conocen los riesgos de sus proyectos, pero reconocen que no tienen medios para hacer que sean sinceros y reconozcan el nivel de riesgo que van a afrontar. Entonces, como ya se explicó, ante aumentos de la tasa de interés producen racionamiento de crédito en la economía. Pero el problema es siempre de riesgo.

La teoría económica poskeynesiana, por su parte, plantea que las decisiones económicas se toman en un ambiente de incertidumbre fundamental, en el sentido de que es imposible conocer todos los resultados posibles de las acciones económicas que involucran tiempo calendario, tomadas en un mundo que no es ergódico¹¹. En estas circunstancias no se pueden calcular funciones de distribución de probabilidad objetivas a la hora de tomar decisiones de inversión, y los resultados del proceso de inversión pueden ser totalmente diferentes de los que esperaban los inversionistas, ya que no hay detrás una noción de equilibrio que garantice que algún día se cumplan las expectativas empresariales.

Los individuos, en particular los inversionistas, tienen que tomar decisiones en un mundo incierto. Por esa razón, las expectativas se vuelven fundamentales, en cuanto motivan el desempeño económico de los agentes y adquieren dinámica propia. En un mundo que se mueve de un pasado irrevocable hacia un futuro incierto, las expectativas de beneficio futuro, que se basan en intuiciones personales de los hombres de negocios, en convenciones motivadas por el ambiente institucional y en la observación del comportamiento económico pasado (Gómez y Reyes, 2000), determinan el nivel de inversión agregado que se realiza en el presente y que a su vez determina el nivel de beneficios del futuro.

LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y EL CRÉDITO BANCARIO

Toda decisión de inversión, para que se ponga en práctica, debe estar financiada¹². Las empresas se pueden financiar con fondos internos y

¹¹ Desde Samuelson, los modelos económicos ortodoxos suponen un mundo ergódico, en donde existe un equilibrio real de largo plazo que no se modifica con las decisiones que los agentes toman en el día a día.

¹² En una economía monetaria de la producción, el dinero cumple la función

externos. No obstante, los fondos internos revisten una importancia especial, ya que al reunir información valiosa sobre el comportamiento pasado de los negocios y sobre la validación pasada de las expectativas empresariales, son causa de motivación para las decisiones de inversión de los empresarios, además de medio para financiarlas.

Desde el punto de vista individual, algunas firmas pueden financiar siempre sus decisiones de inversión con fondos internos. Pero en el agregado, el crecimiento económico requiere un gasto deficitario neto que sólo se puede financiar con la creación de crédito.

Durante los auges, cuando las expectativas de los empresarios se validan con facilidad, las demandas de crédito bancario aumentan. Lo que se observa en la práctica es que aumenta la cantidad de crédito de la economía, porque los banqueros facilitan los recursos demandados por las empresas. La razón para que los banqueros estén dispuestos a atender con facilidad las demandas de crédito durante los auges no es que sean tontos y se dejen contagiar fácilmente por las expectativas eufóricas de los inversionistas. Para entender su comportamiento hay que recurrir de nuevo al concepto de incertidumbre fundamental y a lo que este implica para el proceso de otorgamiento del crédito bancario.

Los banqueros suelen exigir a las firmas un margen de seguridad para otorgarles crédito. Sin embargo, ese margen de seguridad es contracíclico, es decir, baja en los auges y sube durante las recesiones. La razón para que esto ocurra se relaciona con la idea de incertidumbre keynesiana. Los banqueros conocen al menos lo mismo del ambiente económico que los inversionistas. Observan el comportamiento agregado histórico de la economía e incluso suelen tener departamentos de estudios económicos que se dedican a estudiar el comportamiento de sectores particulares, los posibles riesgos de prestar a empresas de ciertos sectores y de hacer proyecciones sobre el comportamiento futuro del sistema económico. Este hecho demuestra que el supuesto neokeynesiano de que los bancos saben menos de los proyectos de inversión que los inversionistas no se basa en la observación de lo que sucede en la realidad.

Lo que pasa es que, igual que a los inversionistas, por más que los bancos se esfuercen en pronosticar el comportamiento futuro de la economía, les queda imposible predecir con certeza lo que va a ocurrir, pues nunca se pueden conocer todos los eventos futuros posibles. El desarrollo de nuevas técnicas estadísticas aplicadas a los modelos de riesgo puede darles cierta tranquilidad a la hora de decidir a quién

fundamental de conectar lo monetario con lo real a través del financiamiento necesario para llevar a cabo la producción.

y cuánto prestar, pero no les puede asegurar que el futuro no les muestre que se equivocaron. Y los banqueros son conscientes de ello. Por lo tanto, frente a su imposibilidad para predecir la viabilidad futura de proyectos que financian en el presente, las decisiones micro de a quién prestar se toman con base en el historial de crédito de los demandantes de préstamos. Es decir, si un individuo ha cumplido oportunamente con sus obligaciones de pago en el pasado y no hay ningún motivo objetivo para pensar que deje de hacerlo en el futuro, ese individuo tendrá abiertas las líneas de crédito en los bancos.

Una característica de las épocas de auge económico es que las expectativas empresariales se validan con mayor facilidad, aun las menos prudentes, pues con el aumento de los niveles de ingreso y empleo en el agregado, el nivel general de gasto aumenta. Por esa razón, durante los auges las deudas bancarias se validan con mayor facilidad y los inversionistas tienen líneas de crédito abiertas permanentemente en los bancos. Es decir, los márgenes de seguridad bancarios se reducen como consecuencia del funcionamiento mismo del sistema económico durante los momentos de auge. La tasa de interés no aumenta porque aumente la percepción de riesgo de los banqueros. Esto no es posible, pues los banqueros no perciben el riesgo cuando les prestan a clientes que cumplen oportunamente sus obligaciones de pago. Además, si hubiera un banquero que no quisiera prestar en un momento de auge porque sospechara (¿quién sabe por qué?) que la economía se está debilitando, otros banqueros atenderían las demandas de crédito de sus clientes y este banquero se tendría que retirar del negocio de prestar.

La tasa de interés sube porque, luego de prestar, los banqueros demandan reservas al banco central, pero éste no actúa siempre en forma acomodaticia. Es decir, llega un momento en el que la función de garantizar la estabilidad de precios se impone sobre la función de prestamista de última instancia, y se restringe el acceso al crédito del banco central. Como ya se mencionó, los bancos recurren a los mercados monetarios para obtener las reservas que necesitan, lo que lleva a que se incremente la tasa de interés. Pero ese incremento ocurre como efecto colateral de la actividad crediticia de la economía y no es una decisión voluntaria de los bancos.

La economía se va debilitando con la reducción de los márgenes de seguridad de los bancos, y los actores económicos no son conscientes de ello. Por una parte, los inversionistas confían cada vez más en su buena suerte. Han apostado a proyectos crecientemente riesgosos y han salido avantes, por lo que no ven ninguna razón para dejar de apostar al futuro y siguen demandando crédito. Por otra parte, los

banqueros siguen recibiendo oportunamente los pagos de sus clientes, por lo que no ven ninguna razón para dejar de prestar en el futuro. Pero la tasa de interés está subiendo, y eso aumenta la posibilidad de que ante cualquier evento inesperado que invalide las expectativas de beneficio agregado se inicie un proceso de crisis financiera.

En la economía aumenta la proporción de empresas con posiciones de financiamiento especulativo y Ponzi a medida que se reducen las unidades en posiciones de financiamiento seguras (Whalen, 1991). Es decir, las relaciones deuda/ingreso y deuda de corto plazo/deuda total del sistema económico se elevan notablemente durante las expansiones económicas. A la vez, las formas de conseguir reservas de los bancos comerciales son cada vez más costosas, y el financiamiento se encarece progresivamente. Llega un momento en que las innovaciones financieras diseñadas para generar reservas dejan de ser efectivas y la velocidad de circulación del dinero no puede aumentar al nivel requerido para atender todas las demandas de crédito de corto plazo, lo que lleva a que algunas unidades sobreendeudadas no encuentren refinanciamiento. Esto las obliga a vender activos para liquidar sus deudas. A medida que el proceso se generaliza, la venta de activos para liquidar deudas aumenta tanto, que las leyes de oferta y demanda llevan a una caída sin precedentes del precio de los activos. De esa forma, como explicaron Fisher y Minsky y otros autores de la escuela de deflación de la deuda, se inicia un proceso de deflación del precio de los activos.

Se llega a un punto en que el valor de los activos es inferior al valor de la deuda. Eso desencadena una crisis financiera que tiene repercusiones reales: puede llevar a una depresión económica general.

MECANISMOS INSTITUCIONALES DE ESTABILIZACIÓN

Ante la amenaza de una crisis financiera, el gobierno y el banco central tienen la opción de impedir el colapso general de la economía. El banco central, con su actuación de prestamista de última instancia, puede evitar que una situación eventual de iliquidez de la economía lleve a una situación generalizada de insolvencia económica. Es decir, el banco central puede actuar a tiempo para bloquear el proceso de deflación del precio de los activos y de crisis financiera.

Sin embargo en la mayoría de los países, la función central de los bancos centrales es hoy en día el control de la inflación. La adopción de estrategias de metas de inflación, por ejemplo, reduce la capacidad del banco central para actuar como prestamista de última instancia y

evitar las crisis financieras en momentos en que hay indicios de que van a ocurrir.

Por su parte, el gobierno central tiene la posibilidad de estabilizar los beneficios de las empresas privadas cuando son inferiores a los esperados a través del gasto deficitario. Es decir, el gasto del gobierno puede aumentar el ingreso y validar las expectativas empresariales en momentos en que la economía está sobreendeudada.

La crítica común a este mecanismo de estabilización del gobierno es que genera distorsiones y presiones inflacionarias. Sin embargo, toda economía de mercados privados en la que los agentes actúan de forma descentralizada es intrínsecamente inestable. Nada asegura que el equilibrio se alcance, puesto que el estado natural de la economía es el desequilibrio. Y si el gobierno no actúa para estabilizar la economía en momentos de inestabilidad, necesariamente ocurriría una crisis muy costosa para la sociedad.

CONCLUSIONES

La idea de que el crédito, y la estructura financiera en general, es importante ha ganado aceptación en la teoría macroeconómica contemporánea. No obstante, la mayoría de los modelos que incorporan en forma explícita las variables financieras para explicar el comportamiento económico siguen separando la economía monetaria de la real en el largo plazo, pues aún suponen la existencia de equilibrio de largo plazo.

Los modelos neokeynesianos, que se han popularizado en las dos últimas décadas, suponen una oferta de dinero exógena y la existencia de certidumbre, sólo trastocada por la concentración de la información disponible para los diferentes agentes económicos. De ahí que el racionamiento de crédito aparezca como una elección voluntaria de los bancos comerciales. Las crisis financieras surgen de ese comportamiento “racional” de los bancos, que tienen menos información que los inversionistas acerca de los proyectos de inversión prospectivos.

La teoría económica poskeynesiana ofrece un marco de análisis mucho más realista y amplio que el de la teoría neokeynesiana. El racionamiento de crédito surge como un fenómeno natural de las economías capitalistas modernas, que no es generado voluntariamente por los bancos ni causado por la falta de información de los banqueros. Las crisis financieras son endógenas, pero se pueden evitar mediante cambios institucionales en la economía. El hecho de que no haya ocurrido otra gran depresión económica en el mundo luego de

la segunda posguerra se debe en gran medida a la actuación de los gobiernos y los bancos centrales de los diferentes países. La actual tendencia a dar más importancia al control de la inflación que a la estabilización del producto implica un riesgo para la aparición de profundas crisis financieras mayores en la economía mundial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, F. y Gale, D. 2001. "Financial Crises", *Working Paper Series Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania* 1, 37.
- Arestis, P. y Glickman, M. 1999. "Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskian Way", *Working Paper Series Department of Economics UEL* 22.
- Bernanke, B. y Gertler, M. 1990. "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics* 105, pp. 87-114.
- Calomiris, C. y Hubbard, G. 1990. "Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing", *Economic Journal* 100, pp. 90-114.
- Clower, R. 1999. "Post-Keynes Monetary and Financial Theory", *Journal of Post Keynesian Economics* 21, pp. 399-414.
- Dalziel, P. 1999-2000. "A Post Keynesian Theory of Asset Price Inflation with Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics* 22, pp. 227-246.
- Davidson, P. 1988. "A Technical Definition of Uncertainty and The Long Run Non Neutrality of Money", *Cambridge Journal of Economics* 12, pp. 329-337.
- Davidson, P. 1972. *Money and The Real World*, Edinburgh, Macmillan.
- Delli Gatti, D. y Gallegati, M. 1996. "Financial Instability Hypothesis and Stabilization Policy: Hyman P. Minsky's Contribution to Political Economy", *Economic Notes* 26, pp. 411-424.
- Delli Gatti, D. y Gallegati, M. 1995. "Financial Fragility and Economic Fluctuations: Keynesian Views", *Economic Notes* 24, pp. 513-554.
- Fazzari, S., Hubbard, G. y Petersen, B. 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers in Economic Activity* 1, pp. 141-195.
- Fazzari, S. y Petersen, B. 1993. "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financial Constraints", *Rand Journal of Economics* 24, pp. 328-342.
- Friedman, M. 1956. "The Quantity Theory of Money: A Restatement", *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press.
- Gómez, J. E. y Martínez, O. 2001. *Calidad de cartera de las entidades hipotecarias en Colombia*, mimeo, Banco de la República.
- Gómez, J. E. y Reyes, N. 2000. "Política monetaria, inflación y crecimiento económico", *Cuadernos de Economía* 19, 32, pp. 139-153.
- Gómez, J. E. y Reyes, N. 1999. *Efectos inflacionarios de la política monetaria en una economía en expansión: un análisis poskeynesiano*, tesis de grado, Universidad Nacional de Colombia.
- Hubbard, G., editor. 1990. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago, The University of Chicago Press.

- Lorente, L. 1988. "Las premisas del análisis económico", *Coyuntura Agropecuaria* 5, 2-3, pp. 137-172.
- Lucas, R. 1988. "Money Demand in The United States: A Quantitative Review", *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy* 29, pp. 137-168.
- Keen, S. "The Nonlinear Economics of Debt Deflation", Barnett, W., Chiarella, C., Keen S., Marks R. y Schnabl H., editores, *Commerce, Complexity and Evolution*, Cambridge University Press, pp. 83-110.
- Kregel, J. 1997. "Margins of Safety and Weight of The Argument in Generating Financial Fragility", *Journal of Economic Issues* 31, pp. 543-549.
- Lavoie, M. y Godley, W. 2001-2002. "Kaleckian Models of Growth in A Coherent Stock -Flow Monetary Framework: A Kaldorian View", *Journal of Post Keynesian Economics* 24, pp. 101-135.
- Minsky, H. 1982. "Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Quarterly Review Banca Nazionale del Lavoro* 143, pp. 375-393.
- Minsky, H. 1982. *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Wheatsheaf Books.
- Moore, B. 1983. "Unpacking The Post Keynesian Black Box: Bank Lending and The Money Supply", *Journal of Post Keynesian Economics* 5, pp. 537-556.
- Ndikumana, L. 2001. "Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence", *Working Paper Series PERI University of Massachusetts Amherst* 16.
- Pollin, R. 1997. "The Relevance of Hyman Minsky", *Challenge* 40, pp. 75-95.
- Sherman, H. 1991. *The Business Cycle: Growth and Crisis Under Capitalism*, Princeton, Princeton University Press.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, pp. 393-410.
- Whalen, C. 1991. "Stabilizing The Unstable Economy: More on The Minsky-Simons Connection", *Journal of Economic Issues* 25, pp. 739-764.
- Wolfson, M. 1996a. "Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions", *Cambridge Journal of Economics* 20, pp. 315-333.
- Wolfson, M. 1996b. "A Post Keynesian Theory of Credit Rationing", *Journal of Post Keynesian Economics* 18, pp. 443-471.
- Wray, W. 1997. "Deficits, Inflation, and Monetary Policy", *Journal of Post Keynesian Economics* 19, pp. 543-571.
- Wray, W. 1992. "Commercial Banks, The Central Bank, and Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics* 14, pp. 297-310.
- Wray, W. 1991. "Saving, Profits and Speculation in Capitalist Economies", *Journal of Economic Issues* 1991, pp. 951-976.