

## Hyman Minsky: defensor del Gran Gobierno

---

Juan Ramón Rallo

*En este ensayo exponemos los principales argumentos de Hyman Minsky a favor de un gobierno de gran tamaño y procedemos posteriormente a criticarlos. Para ello, empezamos resumiendo el modelo económico con el que Minsky describía el funcionamiento del sistema capitalista; posteriormente, exponemos cómo un Estado activamente intervencionista encaja en tal moneda; y finalmente relatamos los principales costes del Estado grande que el economista postkeynesiano no tuvo en cuenta.*

---

En su ensayo *The End of Laissez Faire* (1926), John Maynard Keynes defendió una expansión del tamaño del Estado “not to [do] those activities which private individuals are already fulfilling, but to [do] those functions which fall outside the sphere of the individual, to [do] those decisions which are made by no one if the State does not make them”. Las tres grandes funciones que Keynes le asignaba al nuevo Estado que pusiera fin al laissez faire fueron: el control público de la moneda y del crédito; la coordinación estatal del ahorro y de la inversión; y el control demográfico. El propio Keynes, diez años después, en *La Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero* (1936), reiteró su reivindicación de “a somewhat comprehensive socialisation of investment” como “the only means of securing an approximation to full employment” (Keynes 1936, p. 378).

Así pues, Keynes propugnó expandir el tamaño presupuestario y regulatorio del Estado para alcanzar la estabilidad macroeconómica mediante el control monetario, fiscal e incluso demográfico de la inversión. Dentro de esta tradición keynesiana de defensa del “Gran Gobierno”, uno de los pensadores más originales y que más acertadamente ha actualizado el pensamiento del inglés ha sido el postkeynesiano Hyman Minsky. La Gran Recesión ha conllevado, de hecho, una revigorización de los planteamientos minskyianos, hasta el punto de que la actual presidenta de la Fed, Janet Yellen, considera que la obra de Minsky se ha convertido en “lectura obligatoria”, especialmente para los banqueros centrales (Yellen 2009).

En el presente ensayo, abordaremos críticamente la defensa minskyiana del Gran Gobierno como mecanismo de estabilización macroeconómica. Para ello, comenzaremos resumiendo su tesis a favor de la intervención del Estado para, posteriormente, exponer sus mayores problemas.

### **Por qué el Gran Gobierno**

De acuerdo con Minsky, los precios en una sociedad capitalista no sólo tienen la función de asignar recursos escasos entre fines competitivos, sino que deben garantizar la generación de un excedente de la producción corriente por encima del consumo corriente que, al materializarse en flujos de caja, permita hacer frente al servicio de la deuda y remunerar a los accionistas suficientemente como para rentabilizar la inversión en nuevos bienes de capital (Minsky 1986, pp. 157-158).

La forma en la que los precios garantizan la generación de ese excedente es impidiendo que los trabajadores puedan comprar todo aquello que han producido, es decir, “market prices of consumption goods have to be greater than the labor income per unit of output that is earned in the production of these goods” (Minsky 1992). Por tanto, en una economía los precios de los bienes de consumo deberán ser tanto mayores por unidad real de salarios cuantos más empleados haya en las industrias de bienes de inversión y cuanto mayor sea el salario en las industrias de bienes de inversión: es decir, los bienes de consumo fabricados mediante procesos muy capital intensivos requerirá de un mark-up mayor sobre los salarios que los fabricados mediante procesos menos capital intensivos (Minsky 1986, p. 187). Además, el mark-up de los precios de los bienes de consumo sobre los salarios reales también dependerá positivamente de los déficit público, de los impuestos sobre los beneficios y de la propensión a consumir de los capitalistas, y negativamente de la propensión a ahorrar de los trabajadores (Minsky 1986, p. 170). A saber:

$$P_c = \left(\frac{W_c}{A_c}\right) * \left(1 + \frac{W_i * N_i}{W_c * N_c} + \frac{Df}{W_c * N_c} + \frac{T_\pi * \pi}{W_c * N_c} + \frac{c * \dot{\pi}}{W_c * N_c} - \frac{s * \dot{W}}{W_c * N_c}\right)^1$$

donde,

$W_c$  es el salario de las industrias de consumo

$N_c$  es el número de trabajadores en las industrias de consumo

$A_c$  es la productividad media del trabajo,  $W_i$  es el salario de las industrias de inversión

---

<sup>11</sup> En una economía sin ahorro salarial, sin consumo a partir de beneficios y sin gobierno, los ingresos de las industrias de consumo serán iguales al salario de las industrias de consumo y de las industrias de inversión:

$$P_c * Q_c = W_c * N_c + W_i * N_i$$

Lo que, con sencillas transformaciones, pasa a ser:

$$P_c = \left(\frac{W_c}{A_c}\right) * \left(1 + \frac{W_i * N_i}{W_c * N_c}\right)$$

Añadiendo el gobierno a la primera ecuación, los ingresos de las industrias de consumo serán iguales al salario después de impuestos de los empleados en industrias de bienes de consumo, en industria de inversión y en el sector público, así como las transferencias gubernamentales:

$$P_c * Q_c = W_c * N_c + W_i * N_i + W_g * N_g + T_r - T_w * W$$

Si el déficit público viene dado por la diferencia entre gastos públicos e ingresos públicos (incluyendo los impuestos sobre beneficios):

$$Df = W_g * N_g + T_r - T_w * W - T_\pi * \pi$$

entonces:

$$P_c = \left(\frac{W_c}{A_c}\right) * \left(1 + \frac{W_i * N_i}{W_c * N_c} + \frac{Df}{W_c * N_c} + \frac{T_\pi * \pi}{W_c * N_c}\right)$$

Por último, si admitimos la existencia de consumo a partir de beneficios y de ahorro a partir de salarios, entonces los ingresos deberá igualarse, adicionalmente, a estas dos nuevas magnitudes, de modo que:

$$P_c * Q_c = W_c * N_c + W_i * N_i + Df + T_\pi * \pi + c * \dot{\pi} - s * \dot{W}$$

Y, por tanto:

$$P_c = \left(\frac{W_c}{A_c}\right) * \left(1 + \frac{W_i * N_i}{W_c * N_c} + \frac{Df}{W_c * N_c} + \frac{T_\pi * \pi}{W_c * N_c} + \frac{c * \dot{\pi}}{W_c * N_c} - \frac{s * \dot{W}}{W_c * N_c}\right)$$

$N_i$  es el número de trabajadores en las industrias de inversión

$Df$  es el déficit público

$\pi$  son los beneficios empresariales antes de impuestos

$T_\pi$  es el impuesto sobre beneficios empresariales

$c$  es la propensión a consumir

$\dot{\pi}$  son los beneficios empresariales después de impuestos

$s$  es la propensión a ahorrar

$\dot{W}$  son los salarios después de impuestos.

Como decíamos, la generación de un excedente de producción corriente sobre el consumo corriente a través del racionamiento forzado por los precios de los bienes de consumo debería permitir atender el servicio de la deuda y remunerar a los accionistas lo suficiente como para rentabilizar la producción de nuevos bienes de capital. Ahora bien, el problema es que uno de los componentes del precio de los bienes de consumo son los beneficios empresariales y la inversión ( $I$ ) es, a su vez, uno de los principales determinantes de esos beneficios (Minsky 1986, p. 170):

$$\dot{\pi} = I + Df + c\dot{\pi} - s\dot{W}^2$$

Por consiguiente, la existencia de los flujos de caja necesarios para validar la deuda y el precio de los activos depende de las decisiones de inversión tomadas en el pasado más inmediato: un volumen de inversión insuficiente provocará caídas de precio de los bienes de consumo que dará lugar a un excedente insuficiente como para validar la estructura de deudas heredadas. Por este motivo, según Minsky, es un error suponer que el libre mercado será capaz de autorregularse y alcanzar siempre un equilibrio con pleno empleo: la caída del precio de los bienes de consumo no se limita a generar un incremento del consumo y del empleo en las industrias de bienes de consumo, sino que paraliza la inversión empresarial durante todo el proceso de reestructuración financiera (Minsky 1986, pp. 197-198).

El buen funcionamiento de una sociedad capitalista requiere, por tanto, que se mantenga un volumen de inversión capaz de generar, a través de su actuación sobre los precios de los bienes de consumo, un excedente suficiente como para validar las deudas pasadas y seguir rentabilizando la inversión en períodos sucesivos. En este sentido, el gasto en inversión depende

---

<sup>2</sup> En una economía sin ahorro salarial, sin consumo a partir de beneficios y sin gobierno, los ingresos de las industrias de consumo serán iguales al salario de las industrias de consumo y de las industrias de inversión:

$$P_c * Q_c = W_c * N_c + W_i * N_i$$

De modo que:

$$\begin{aligned}\pi_c &= P_c * Q_c - W_c * N_c = W_i * N_i \\ \pi_i &= I - W_i * N_i\end{aligned}$$

Entonces:

$$I = \pi_c + \pi_i$$

Añadiendo el gobierno:

$$\begin{aligned}\pi_c &= W_i * N_i + Df + T_\pi * \pi \\ \pi_i &= I - W_i * N_i \\ \pi_c + \pi_i &= I + Df + T_\pi * \pi\end{aligned}$$

De manera que los beneficios después de impuestos:

$$\dot{\pi} = \pi_c + \pi_i - T_\pi * \pi = I + Df$$

Incorporando, por último, el consumo a partir de beneficios y el ahorro a partir de salarios:

$$\begin{aligned}\pi_c + \pi_i &= I + Df + T_\pi * \pi + \\ \dot{\pi} &= I + Df + c\dot{\pi} - s\dot{W}\end{aligned}$$

del diferencial entre el precio de demanda y el precio de oferta de los bienes de capital: cuanto mayor sea ese diferencial, mayor será la propensión a invertir. El precio de demanda ( $P_k$ ) de un activo es igual al valor presente de sus flujos de caja esperados, mientras que el precio de oferta ( $P_0$ ) viene tecnológicamente determinado por la relación entre el salario y la productividad media del trabajo ponderada por un markup dependiente de las ganancias mínimas exigidas por los inversores para obtener compensación y protección por el riesgo incurrido en producirlos (Minsky 1986, p. 195 and p. 253).

$$P_k = K(\pi_i), i = 1 \dots n$$

$$P_0 = \frac{W}{A_c}(1 + M)$$

donde,

K es una función de capitalización

M es el markup sobre los costes laborales unitarios

Esta demanda de inversión no se volverá demanda efectiva a menos que sea suplementada por financiación. La financiación de una inversión puede proceder de tres fuentes: tesorería and activo financieros disponibles, flujos libres de caja y fondos ajenos (Minsky 1986, pp. 211-212). En la medida en que parte de la inversión agregada será financiada por deuda, los tipos de interés de la misma ejercerán su influencia tanto sobre el precio de la oferta como sobre el precio de la demanda de los bienes de capital: por un lado, los precios de oferta deberán ser incrementados por el coste de la financiación a corto plazo necesaria para ejecutar la fabricación del bien de capital (Minsky 1986, p. 206); por otro, los precios de demanda que está dispuesto a pagar el inversor por un bien de capital se rebajarán para otorgarle un mayor margen de seguridad que le compense por el superior riesgo que le supone su obligación de atender periódicamente el servicio de su nueva deuda a largo plazo (Minsky 1986, p. 213). A su vez, cuanto mayor sea el endeudamiento del oferente y del demandante, mayor será su influencia sobre los precios de oferta y demanda de los bienes de capital: un oferente muy endeudado tendrá que abonar tipos de interés a corto plazo más elevados (lo que elevará el precio de oferta) y un demandante muy endeudado exigirá márgenes de seguridad mayores (lo que reducirá el precio de demanda) (Minsky 1986, p. 214).

Unos tipos de interés elevados tanto a corto como a largo plazo conducirán a un volumen de inversión reducido, lo que podría dificultar el repago de la deuda viva y agravar el declive de la inversión. Unos tipos de interés reducidos, en cambio, facilitarán la financiación de un volumen de inversión elevado, especialmente mediante el endeudamiento, que a su vez se realimentará positivamente, dado que una mayor inversión conduce a mayores beneficios agregados que validarán las deudas pasadas y animarán a la inversión futura. Y, por último, la existencia de una curva de rendimientos normal —con tipos de interés a largo plazo por encima de los tipos de interés a corto plazo— incentivará un mayor volumen de inversión mediante el arbitraje entre los tipos de interés a corto y a largo plazo: los agentes se endeudarán a los relativamente más bajos tipos de interés a corto plazo e invertirán en adquirir activos con rentabilidades relativamente más elevadas a largo plazo (Minsky 1990).

Este arbitraje entre los tipos de interés a lo largo de la curva de rendimientos generalizará dos tipos de estructuras financieras que Minsky denomina “especulativo” y “Ponzi” (Minsky 1990, pp. 371-379). La característica común de estas dos estructuras de financiación es que sus

compromisos de pago ( $CC_i$ ) para algunos períodos son mayores a sus flujos de caja esperados ( $Q_i$ ) para esos mismos períodos, es decir:

$$CC_i > Q_i, \text{ para } i=1\dots k$$

La diferencia reside en que, en los esquemas de financiación especulativos, los flujos de caja netos de consumo de capital ( $Q_y$ ) de algunos períodos son suficientes como para cubrir los intereses de la deuda ( $CC_y$ ) aunque no su principal, confiándose en que los flujos de caja más tardíos sí permitirán atender también ese principal:

$$Q_{yi} \geq CC_{yi}, \forall i$$

Es decir, los esquemas de financiación especulativos requieren de la refinanciación del principal de la deuda, si bien el valor actual del bien de capital adquirido ( $P_k$ ) es superior al valor actual de los compromisos de pago [ $K(CC)$ ] siempre y cuando el conjunto de tipos de interés a los que se refinancia la deuda ( $\bar{r}$ ) no supere cierto límite máximo ( $\hat{r}$ ):

$$P_k > K(CC); \hat{r} > \bar{r}$$

En cambio, en los esquemas de financiación Ponzi, los flujos de caja netos de consumo de capital ( $Q_y$ ) de un activo ni siquiera permiten cubrir los intereses de la deuda ( $CC_y$ ) para todos los períodos, de modo que será necesario no ya refinanciar el principal, sino incluso incrementar el endeudamiento para atender el pago de esos intereses:

$$Q_y < CC_y, \text{ para } i=1\dots n$$

O dicho de otro modo, la imprescindible refinanciación de la deuda en los esquemas Ponzi irá incrementando el principal, hasta el punto de que el valor actual de los flujos de caja del activo puede terminar siendo inferior al de sus compromisos de pago, y pueden terminar siéndolo a tipos de interés incluso inferiores ( $\check{r}$ ) a los que erosionaban el valor actual neto de los esquemas de financiación especulativos ( $\hat{r}$ ):

$$P_k < K(CC); \check{r} < \bar{r} < \hat{r}$$

Por consiguiente, los esquemas especulativos y Ponzi son muy sensibles a los movimientos de los tipos de interés a corto plazo. Sólo los esquemas de financiación hedge son robustos frente a los cambios de los tipos de interés a corto plazo en tanto en cuanto:

$$Q_i > CC_i, \forall i$$

de manera que:

$$P_k > K(CC), \forall r$$

Como ya hemos indicado, la transición desde una economía con estructuras financieras hedge a una economía con estructuras financieras especulativas o Ponzi provocará un boom de inversión a corto plazo (Minsky, p. 235) que, sin embargo, terminará convirtiéndose en una profecía autofracasada (Minsky, p. 242): el boom de inversión alumbrará proyectos empresariales semiterminados con una demanda de refinanciación a corto plazo muy inelástica, lo que a su vez dará lugar a un incremento de los tipos de interés a corto plazo (Minsky, p. 239) que erosionará el margen de seguridad de los esquemas financieros especulativos e incrementará la deuda viva de los esquemas financieros Ponzi. Es decir, los compromisos de pago de muchos esquemas especulativos y Ponzi superarán sus flujos de caja, imposibilitando la validación de sus deudas vivas y una adecuada remuneración de sus accionistas. Estos efectos

tratarán de ser compensados mediante la liquidación de parte de sus activos, lo que contribuirá a que sus precios de mercado desciendan por debajo de sus precios de oferta.

Por consiguiente, la demanda de inversión necesariamente caerá: el precio de oferta de los bienes de capital aumentará por el incremento de los tipos de interés a corto plazo, su precio de demanda se reducirá por los menores flujos de caja disponibles para los accionistas y por la mayor incertidumbre general, y además parte de la demanda de activos será alimentada mediante la liquidación de inventarios en lugar de mediante la producción de nuevos bienes de capital. Todas estas consecuencias resultarán especialmente graves entre los proyectos empresariales más intensivos en capital (y, por tanto, más necesitados de un mayor excedente para validar sus deudas y remunerar a sus accionistas). A su vez, como efectos de segunda ronda, la reducción de la inversión minorará los ingresos de muchas otras compañías, colocando en dificultades incluso a aquellas que presentaran una estructura financiera hedge (Minsky 1982, p. 108).

En suma, el propio funcionamiento de la economía capitalista lleva aparejada una tendencia hacia la inestabilidad (Minsky 1982, p. 111): es justo lo que el propio Minsky denomina “la hipótesis de la inestabilidad financiera”. Esa inestabilidad será tanto mayor cuanto más capitalista se vuelva: es decir, cuanto más se profundice en procesos productivos capital-intensivos (Minsky 1986, p. 222). Y precisamente para combatir esta inestabilidad intrínseca al capitalismo, Minsky defiende la intervención del Gran Gobierno a través de dos vías esenciales: el banco central y los déficits públicos.

Por un lado, la intervención de los bancos centrales como prestamistas de última instancia es necesaria para evitar un colapso del precio de los activos que degenera en un estancamiento deflacionista (Minsky 1986, p. 44); sin embargo, Minsky tampoco es partidario de una refinanciación ilimitada e inmediata de todos los vencimientos de deuda, dado que ello sólo contribuirá a prolongar la frágil exuberancia del boom (Minsky 1986, p. 153).

Por otro, los déficits públicos son necesarios para compensar los hundimientos de la inversión agregada. Según hemos visto con anterioridad, los beneficios después de impuestos y los precios de los bienes de consumo (necesarios para generar un excedente suficientemente remunerativo de las industrias de inversión) dependen tanto del volumen de inversión agregada como del volumen del déficit público. Eso significa que los hundimientos transitorios de la inversión agregada pueden compensarse mediante incrementos del déficit público para evitar que los beneficios agregados se reduzcan y que, en consecuencia, no se genere un excedente suficiente como para validar la estructura de deudas y remunerar a los accionistas: es decir, un déficit público suficientemente grande permite evitar la caída de los beneficios, de la producción y del empleo. ¿Cuán grande debería ser este déficit? Tanto como lo sea la reducción de la inversión (Minsky 1986, p. 330):

$$\delta I = \Delta Df$$

De ahí que, como rule of thumb, Minsky proponga que el peso del gasto público en el PIB deba ser “at least the same order of magnitude as investment” (Minsky 1986, p. 332). Dado que, en las economías modernas, la inversión agregada suele representar entre el 20%-30% del PIB, el gobierno debería copar, como poco, ese mismo porcentaje.

Serán estos dos mecanismos los que permitirán afirmar al economista postkeynesiano que “Big Government capitalism is more stable than small government capitalism” (Minsky, p. 325). Su

hipótesis sobre la inestabilidad financiera conduce necesariamente a la vindicación del Gran Gobierno.

### Los problemas del Gran Gobierno

Los problemas del Gran Gobierno como mecanismo estabilizador de la economía pueden clasificarse en tres grupos: problemas de corto plazo (con una estructura de capital dada), de largo plazo (con una estructura de capital variable dentro de un entorno institucional dado) y de muy largo plazo (con un entorno institucional y una estructura de capital variables).

#### *Problemas de corto plazo*

Como ya hemos reseñado, Minsky distingue los bienes de consumo según el grado de intensividad del capital con el que han sido producidos. La intensividad del capital puede medirse mediante “the ratio to the technologically determined wage bill of the after-tax profits that are required to validate the prices that were paid for capital assets” (Minsky 1986, p. 187). O dicho de otra manera, los precios de los bienes de consumo relativamente más intensivos en capital exhibirán mark-ups más elevados que los de los bienes de consumo menos intensivos en capital: ello es así porque se habrá invertido *intensamente* en bienes de capital sustitutivos de trabajadores, de modo que la factura salarial será un coste relativamente menor frente al de la amortización de los bienes de capital.

La elección de un proceso de producción más o menos capital intensivo dependerá de su rentabilidad relativa: aquel proceso de producción con mayor valor capitalizado (mayor precio de demanda) será el escogido. Así, si  $s$  es un proceso de producción menos capital intensivo que  $t$ ,  $s$  sólo será escogido frente a  $t$  si  $P_k^s > P_k^t$ . Los dos elementos que determinarán los valores capitalizados de las distintas estructuras de producción posibles son los tipos de interés y sus flujos de caja esperados por la venta final de los bienes de consumo que contribuyen a producir. Y aunque pueda parecer que se trata de variables independientes, en realidad son profundamente interdependientes.

Y es que los procesos productivos intensivos en capital proporcionarán los bienes de consumo de manera más tardía que los procesos menos intensivos, por cuanto previamente deberán fabricarse los bienes de capital que reemplazarán a los trabajadores: o, en términos más financieros, los procesos productivos intensivos en capital exhibirán una mayor duración Macaulay (Lewin and Cachanosky, 2013). Por ello, un aumento de la demanda de los bienes de consumo presentes o un incremento de los tipos de interés de mercado tenderán a afectar a la intensividad de las estructuras de capital de un mismo modo: revalorizarán relativamente los procesos productivos menos intensivos en capital frente a los más intensivos de capital (y a la inversa: la reducción de la demanda de los bienes de consumo presentes o una reducción de los tipos de interés tenderá a incrementar la intensividad del capital). A la postre, un aumento de los tipos de interés reducirá el valor actual de los flujos de caja muy alejados temporalmente del presente; a su vez, un incremento de la demanda presente de un producto en relación con su demanda futura revalorizará los flujos de caja presentes por encima de los futuros.

Por eso, además, todo incremento sostenible de la inversión deberá ir de la mano de un incremento del ahorro. Siguiendo la ecuación minskyiana de determinación del nivel general de precios de los bienes de consumo, podemos comprobar que la única forma en que un incremento de la inversión no dé lugar a un aumento del precio de los bienes de consumo presentes ( $P_c$ ) que, en consecuencia, revalorice los procesos de producción menos intensivos en capital es con más ahorro gubernamental (reducción del déficit:  $\delta Df$ ), más ahorro empresarial

(menor impuesto de sociedades o menor consumo de los beneficios después de impuestos:  $\delta T_{\pi} * \pi$ ;  $\delta c * \dot{\pi}$ ) o con mayor ahorro de los trabajadores ( $\Delta s * \dot{W}$ ).

A saber, si:

$$\bar{P}_c = \left( \frac{\overline{W_c}}{A_c} \right) * \left( 1 + \frac{W_i * N_i}{W_c * N_c} + \frac{Df}{W_c * N_c} + \frac{T_{\pi} * \pi}{W_c * N_c} + \frac{c * \dot{\pi}}{W_c * N_c} - \frac{s * \dot{W}}{W_c * N_c} \right)$$

Entonces:

$$W_i * N_i = -Df - T_{\pi} * \pi - c * \dot{\pi} + s * \dot{W}$$

En un mercado de capitales no manipulado exógenamente y donde, según Minsky, preponderen estructuras de financiación hedge que no canalicen ahorro a corto plazo para financiar nuevas inversiones a largo plazo, esta coordinación debería lograrse a través de los movimientos de los tipos de interés: un aumento del ahorro a largo plazo reducirá los tipos de interés a largo plazo y ello incentivará la inversión en procesos con mayor intensividad de capital (esto es, procesos con una duración prolongada); una reducción del ahorro a largo plazo, incrementará los tipos de interés a largo plazo y ello incentivará la inversión en procesos con menor intensividad de capital (esto es, procesos con una duración más reducida).

En cambio, en un mercado de capitales manipulado exógenamente o donde preponderen estructuras de financiación especulativas o Ponzi, sí se incrementará la inversión en procesos capital intensivos que no irán acompañados de un diferimiento suficiente del consumo presente (inversión a largo plazo no acompañada de ahorro a ese mismo plazo). Esa descoordinación provocará un alza de los precios relativos de los bienes de consumo que incentivará la inversión en procesos menos capital intensivos, cuando se necesitaría justo lo contrario para validar ese aumento de la inversión: a saber, un alza relativa de los precios de los bienes producidos por esos procesos capital-intensivos (Minsky 1986, pp. 188-189). Es decir, en ausencia de ahorro, el incremento de la inversión en profundizar la intensividad de los procesos productivos revalorizará los procesos productivos menos intensivos en capital. Todo ello llevará a que la inversión en los procesos más capital intensivos termine reduciéndose, dando lugar a dos tipos de repercusiones: una de carácter real y la otra de carácter financiero.

En cuanto a las repercusiones de carácter real, la reducción de la inversión en las industrias intensivas en capital minorará los salarios y los beneficios dentro de este sector, relajando el exceso de demanda que estas rentas ejercían sobre los bienes de consumo y que contribuían a validar procesos productivos menos intensivos en capital: es lo que Friedrich Hayek denominaba “el efecto Ricardo” (Hayek 1937, pp. 9-10). En cuanto a las consecuencias de carácter financiero, la reducción de la inversión en las industrias intensivas en capital impedirá que éstas sigan siendo capaces de atender su deuda y de remunerar a sus accionistas, provocando un incremento general de la incertidumbre que puede extenderse sobre el resto de la economía, incluyendo el sistema financiero: es lo que Minsky denominaba “la hipótesis de la inestabilidad financiera”.

Si, en ese contexto de crisis económica originada por una sobreinversión en procesos productivos capital intensivos, el gobierno incurre en un elevado déficit público para mantener a flote los beneficios agregados de la economía (especialmente, entre las industrias de inversión más afectadas por la crisis: esto es, las intensivas en capital), estará contribuyendo a contener la inestabilidad financiera a costa de acentuar el efecto Ricardo. Al fin y al cabo, el déficit público es una de las variables dentro de la ecuación minskyana de determinación de los precios de los



bienes de consumo: a mayor déficit, mayores precios de los bienes de consumo y mayor presión contractiva sobre las industrias intensivas en capital.

O dicho de otra manera, cuanto mayor sea el déficit público y mayor sea la transformación de ese déficit en demanda de bienes de consumo (cuanto mayor sea la propensión a consumir de los receptores del gasto público y, por tanto, cuanto mayor sea el multiplicador keynesiano tradicional), mayor será la contracción de las industrias intensivas en capital. Ello no significa que el efecto neto del déficit público sobre el PIB sea contractivo en todo contexto: si una depresión ha generalizado lo suficiente el volumen de recursos ociosos, la inversión en algunos de los supervivientes procesos intensivos en capital podría compatibilizarse con la inversión en los nuevos procesos menos intensivos en capital (Hayek 1937, pp. 42-43). Sí significa, en cambio, que el Efecto Ricardo potenciado por el déficit público constituye *otro* efecto crowding-out complementario al que suele señalarse dentro de la literatura económica.

En ésta, el crowding-out se produce por los mayores tipos de interés derivados de la mayor emisión de deuda pública o por el aumento de la demanda de dinero asociada al efecto multiplicador (Blanchard 2006). Con el Efecto Ricardo, en cambio, el crowding-out tiene lugar *aun cuando* los tipos de interés no se incrementen (Hayek 1937, pp. 32-33): se trata de una competición sustitutiva por la producción de bienes de consumo entre industrias de duración prolongada e industrias de duración reducida que necesariamente terminará elevando los costes de aquellos factores productivos comunes a ambos con una oferta más inelástica (aparición de cuellos de botella). Tal como afirmaba Hayek, el Efecto Ricardo es un mecanismo por el que la expansión de la demanda de bienes de consumo conduce a una reducción de la demanda de (algunos) bienes de inversión aun cuando los tipos de interés se mantengan constantes (Hayek 1969).

En definitiva, la estimación del efecto multiplicador de los déficits públicos durante las recesiones debe descontar la estimación de un efecto crowding-out adicional al que ya suelen incorporar la mayoría de modelos económicos: el que se deriva de incentivar la demanda en procesos productivos poco capital intensivos a costa de desalentar la inversión en procesos productos más capital intensivos. Dado que los cálculos actuales del efecto multiplicador ya contemplan que el déficit público contrae netamente el gasto privado incluso sin tener en cuenta la influencia de las subidas de impuestos (Ramey 2013) —por ubicarse tal efecto multiplicador entre 0,8 y 1,5 en sus estimaciones más consensuadas (Ramey 2011) o incluso en tramos menores bajo hipótesis más realistas (Cogan et alii 2010)— la inclusión de este adicional efecto crowding-out solo hace que restar relevancia al déficit público del Gran Gobierno como mecanismo económico estabilizador en el corto plazo.

### *Problemas de largo plazo*

Los problemas a largo plazo del papel “estabilizador” del gasto público dentro del modelo minskyiano son básicamente tres: el primero es que el Gran Gobierno contribuye negativamente al crecimiento económico a largo plazo; segundo, el rescate de estructuras empresariales zombies; y el tercero, la cronificación de la inflación.

En cuanto al primer problema: el mercado, como institución que permite una asignación descentralizada y competitiva de los recursos, solventa mejor los problemas de incentivos y de información (Hayek 1945) que afectan a la coordinación de los agentes económicos dentro de un esquema de división del trabajo que el Estado, institución que los asigna centralizada y monopolísticamente (Kornai 1992). De ahí justamente que exista una amplia evidencia empírica que vincule negativamente el nivel de consumo público con el crecimiento económico (Barro

1989; Fölster and Henrekson 2001; Afonso and Furceri 2010). Minsky propugna que el Estado debe tener un tamaño suficiente como para permitir que sus déficits puedan llegar a reemplazar la totalidad de la inversión privada: por tanto, aun cuando ese Gran Gobierno lograra en el corto plazo estabilizar las fluctuaciones económicas, ello conllevaría un importante coste en forma de menor crecimiento económico potencial que no es tenido en cuenta por Minsky.

En cuanto al segundo problema, recordemos que, para Minsky, los ingresos empresariales (R) cumplen tres propósitos dentro del sistema capitalista: cubrir los “technologically determined costs and overhead” (OV), amortizar las deudas (D) y remunerar a los accionistas (S). Es decir, para que una determinada estructura empresarial y financiera sea viable y pueda seguir reproduciéndose (Minsky 1986, p. 177) es necesario que:

$$R > OV + D + S$$

En principio, pues, podemos hallarnos con tres posibles supuestos. El primero es que los ingresos permitan validar las deudas y los costes de producción, pero no validar el precio de los bienes de capital. En este caso, el negocio seguirá operando pero dejará de reinvertirse en él: los accionistas se arrepentirán a posteriori de haber invertido en esta empresa, pero la mantendrán en funcionamiento salvo que el valor actual de liquidarla sea superior al valor capitalizado de los ingresos netos futuros.

$$OV + D + S > R > OV + D$$

El segundo, que los ingresos permitan cubrir los costes de producción pero no validar las deudas. En este supuesto, la empresa entrará en concurso de acreedores y sus deudas deberán ser reestructuradas para que pueda seguir funcionando sin desatender la amortización de su nueva estructura financiera:

$$OV + D > R > OV$$

Y el tercero es que los ingresos ni siquiera permitan cubrir los costes de producción: en este caso, a menos que se espere una revisión futura al alza de tales ingresos, la empresa deberá ser reestructurada o incluso liquidada:

$$OV > R$$

Los dos primeros supuestos pueden expresar que estamos ante un negocio que genera valor ( $R > OV$ ), pero que se encuentra mal financiado: su sostenibilidad futura depende de que aparezcan accionistas dispuestos a aceptar la baja rentabilidad que les proporciona ( $R - OV - D > S$ ) o acreedores que acepten tipos de interés (u otras condiciones financieras de la deuda) lo suficientemente laxos como para viabilizar el negocio ( $R - OV > D$ ). Ciertamente, puede darse el caso de que no existan inversores con un perfil de preferencia temporal y de aversión al riesgo compatibles con la viabilidad financiera del negocio —y, en ese caso, no quedará otra opción que dejar de reinvertir en él o incluso liquidarlo—, pero que una empresa se halle en una situación financiera insostenible no significa, por necesidad, que no sea posible su viabilización a través de su refinanciación.

El tercer supuesto, en cambio, sí implica que una estructura de negocio ha dejado de generar valor: por consiguiente, a menos que los costes se reduzcan, o que el precio que se está dispuesto a pagar por sus productos aumente, o que la estructura de producción cambie para conseguir cualquiera de los dos efectos anteriores, el negocio no será viable y deberá ser abandonado.

En una recesión o depresión económica, la inversión agregada se reduce por el incremento de la incertidumbre general y, en tal caso, los ingresos de muchos negocios caerán y se ubicarán en alguno de los tres supuestos anteriores. Ciertamente, podrían encontrarse argumentos para defender que el gobierno debe contribuir a rescatar —vía política fiscal o monetaria— a aquellas empresas que se hallen en alguna de estas tres situaciones debido a la elevada incertidumbre propia de la recesión: esto es, empresas que verán reflotar su demanda en tiempos de tranquilidad financiera lo suficiente como para ser viables (esto es, empresas que en tiempos normales lograrán que  $R > OV + D + S$ ) o incluso a empresas que podrán refinanciarse en tiempos de tranquilidad (esto es, empresas que en tiempos normales sólo logren  $R > OV$  pero que quepa esperar que puedan modificar su estructura financiera como para volverse viables).

Lo que en ningún caso cabe justificar es el rescate estatal de empresas que en tiempos de tranquilidad ni siquiera logren cubrir sus costes de producción ( $OV > R$ ) o que, cubriéndolos, proporcionen una rentabilidad tan exigua a sus acreedores y accionistas como para que su refinanciación no resulte posible. En cualquiera de estos casos, el rescate estatal sólo contribuiría a consolidar una asignación ineficiente de los recursos: una asignación que o bien no cubre el coste de oportunidad de producir o bien no cubre el coste de oportunidad de financiar ese proceso de producción. A estos dos tipos de empresas podemos denominarlas “empresas zombies”.

Cuando una crisis económica no trae causa de un infundado pánico financiero, sino de una descoordinación entre las preferencias intertemporales de los ahorradores y las preferencias intertemporales de los inversores (Lewin 2011, chap. 6; Manish and Powell 2014), entonces muchas de las estructuras productivas de esa economía necesitarán reajustarse experimentando pérdidas o incluso viéndose abocadas a la quiebra (Lachmann 1956, p. 122). Un rescate de las mismas, evitando o limitando la magnitud de los necesarios reajustes, contribuirá a consolidar las compañías zombies, lo que cargará sobreproporcionalmente el coste del reajuste en el resto de compañías y reducirá la productividad del conjunto de la economía (Caballero et alii 2008).

Cuando Minsky defiende que el déficit público sea suficientemente grande como para sostener los beneficios agregados durante una recesión no explica a través de qué mecanismos se conseguirá que sólo se sostengan los beneficios de las empresas no zombies. El economista se limita a señalar que, una vez evitado el colapso deflacionista generalizado gracias a la labor estabilizadora del Gran Gobierno, el sistema puede absorber sin dificultades las bancarrotas individuales (Minsky 1986, p. 354): pero justamente la forma que tiene Minsky de evitar el colapso deflacionista generalizado es sosteniendo los beneficios agregados del conjunto de la economía, incluyendo por tanto los de las compañías zombies que deberían haber entrado en bancarrota. En otras palabras, el economista postkeynesiano no proporciona una solución al problema de que el conjunto de empresas zombies puedan pasar a preponderar en el conjunto de la economía como consecuencia del rescate estatal: de hecho, la obra de Minsky sólo contempla la posibilidad de que una economía entre en situación de estancamiento como consecuencia de una depresión deflacionista, pero no como resultado de la extensión de las empresas zombies (Minsky 1970).

Y si bien Minsky no tiene en cuenta los problemas del gran Gobierno en materia de ralentización del crecimiento económico o de la consolidación de empresas zombies, no puede decirse lo mismo con respecto al tercero de los grandes problemas de recurrir al déficit público para superar una recesión: a saber, la cronificación de la inflación. Tan es así que el economista opta

(Minsky 1986, p. 315) por calificar al Gran Gobierno como una bendición (por su papel estabilizador del ciclo) pero también como una maldición (por su papel generador de inflación).

Partiendo de la ecuación básica de precios de Minsky,  $P_c = \frac{W}{A_c} (1 + M)$ , la inflación en los bienes de consumo puede producirse o porque los salarios se incrementan más que la productividad o porque el mark-up aumenta: la influencia del Gran Gobierno se dejará sentir sobre el mark-up (p. 284). Ese mark-up depende, como ya analizamos, del gasto en inversión, del déficit público, del consumo basado en beneficios empresariales y del ahorro basado en salarios. Por consiguiente, un incremento de la inversión, del déficit o del consumo vía beneficios provocará un aumento del mark-up y, a menos que vaya acompañada o de un incremento de la productividad o de un aumento del ahorro salarial, de los precios de los bienes de consumo. Ahora bien, este movimiento inflacionista inicial no se autoalimentará si los salarios nominales no se incrementan y, por tanto, los salarios reales se reducen (Minsky 1986, p. 288).

En cambio, si los salarios nominales se incrementan al ritmo que aumenta el precio de los bienes de consumo, sí puede darse una inflación desbocada (Minsky 1986, p. 290). Las razones que pueden llevar a que se incrementen los salarios a la par que los precios de los bienes de consumo pueden ser variadas, ya que dependen de los distintos arreglos institucionales que, a su vez, influyen sobre las expectativas de los agentes de mercado: pero en una economía con un gobierno pequeño, necesariamente tienden a autolimitarse dado que el incremento inflacionista de la inversión tenderá a degenerar en una recesión deflacionista donde los precios dejarán de aumentar (Minsky 1986, pp. 299-300). Sin embargo, estos límites naturales a la open-ended inflation desaparecen con el Gran Gobierno, dado que los déficits públicos del Tesoro y las refinanciaciones suministradas por el banco central sostienen la demanda agregada de los bienes de consumo y generalizan las expectativas de que la inflación no va a detenerse por sí sola (Minsky 1986, p. 301).

El riesgo de open-ended inflation es, por consiguiente, otro importante coste a considerar en las políticas estabilizadoras de demanda: la alta inflación no sólo provoca los famosos costes de menú o costes de suela de zapatos, sino que, al distribuirse desigualmente por la economía, también modifica la estructura de precios relativos y, en consecuencia, los patrones de producción (ésta es la principal enseñanza del conocido Efecto Cantillon). A su vez, al convertir el patrón monetario en un medio inadecuado para que los demandantes de liquidez practiquen el atesoramiento a medio y largo plazo, también se contribuye a distorsionar los precios relativos de los distintos activos (rebajando artificialmente el coste de financiación de aquellos pasivos financieros que actúen como sustitutos cercanos del dinero y que sirvan de protección parcial frente a la inflación), así como a alimentar toda una industria financiera que absorbe recursos reales en la gestión de la incertidumbre monetaria vinculada a la inflación desbocada (Friedman 1986; Horwitz 2003). De hecho, el propio Minsky reconoce que, en última instancia, una inflación desbocada derivada de un déficit público estructural podría conducir al repudio de la moneda (Minsky 1986, p. 337) con la gigantesca inestabilidad y costes económicos que ello implicaría (Hutchison and Noy 2005; Paoli et alii 2009).

Por eso, Minsky considera indispensable evitar el riesgo de una inflación desbocada y, dado que el economista presupone la existencia de un régimen fiscal no ricardiano (donde la inflación depende esencialmente de la política fiscal y no de la política monetaria), su propuesta para ello pasa por asegurar la estabilidad presupuestaria a largo plazo, esto es, que la deuda pública emitida en el presente pueda amortizarse mediante superávits presupuestarios futuros sin alzas de precios (Minsky 1986, pp. 338-339). Nótese que esta restricción limita el

sobreendeudamiento del Gran Gobierno no sólo tomando en consideración los períodos recesivos —donde acaso la inflación no haga su aparición por la elevada demanda precaucionaria de dinero o la abundante existencia de recursos ociosos—, sino también los períodos futuros en los que el nivel de precios pueda estar condenado a aumentar como consecuencia del sobreendeudamiento del Estado en una depresión: por tanto, el exceso de endeudamiento público durante una recesión deberá compensarse suficientemente con los superávits públicos durante la expansión. Ahora bien, fijémonos en que la gestación de superávits presupuestarios futuros contribuye a reducir los beneficios agregados de la economía dentro del modelo minskyiano, de manera que su influencia sobre la coyuntura sería contractiva. Dicho de otro modo, a menos que el estímulo sobre los beneficios empresariales que proporcionan los déficits públicos en el corto plazo sea capaz de sacar sostenidamente a la economía de la recesión, la necesidad de garantizar la estabilidad de precios terminará abocando a una política fiscal contractiva durante la depresión que lastrará cualquier conato de recuperación.

En definitiva, el Gran Gobierno ralentiza a largo plazo el crecimiento económico y sus voluminosos déficits públicos, salvo que sean revertidos a corto plazo, contribuyen a rescatar a industrias zombies y a intensificar el riesgo de cronificación de la inflación. Si, en efecto, los voluminosos déficits del Gran Gobierno son revertidos a corto plazo, entonces dejan de sostener los beneficios empresariales —e incluso puede pasar a absorberlos— tan pronto como desaparecen, de manera que estaríamos ante una política poco eficaz para contrarrestar crisis económicas que necesiten de un largo proceso de reestructuración productiva y de desapalancamiento financiero: en especial, porque los propios déficits públicos, al rescatar a industrias zombies que deberían ser sometidas a liquidación, pueden prolongar artificialmente ese mismo reajuste. Como mucho, pues, los déficits podrán contribuir a estabilizar la actividad económica cuando la crisis apenas se deba a un colapso infundado de las expectativas o cuando los desajustes productivos y financieros no sean demasiado profundos. Si, en cambio, se optara por no revertir los déficits públicos aun cuando se pusiera en riesgo la estabilidad presupuestaria a largo plazo, entonces las industrias zombies se perpetuarían y la inflación se cronificaría, contribuyendo a una asignación subóptima del capital en un contexto de estancamiento inflacionista (*stagflation*).

Minsky opta claramente por el sostenimiento de los beneficios empresariales sólo a corto plazo —tratando de evitar el riesgo de la *stagflation*— pero entonces la política del Gran Gobierno podría ser contraproducente y desestabilizadora a corto plazo ante depresiones profundas de las que no quepa salir sosteniendo los beneficios empresariales en el corto plazo.

#### *Problemas de muy largo plazo*

El Gran Gobierno no sólo puede ser desestabilizador a corto plazo y esclerotizador a largo plazo, sino que en el muy largo plazo modifica el marco institucional dentro del que operan los agentes económicos. Más en particular, resulta de interés plantearse cómo influye el Gran Gobierno en la generación de estructuras de financiación especulativas o Ponzi que, en última instancia, son las responsables de la fragilidad financiera y de la consiguiente depresión deflacionista dentro del modelo minskyiano.

Así, Minsky reconoce que, con un gobierno limitado que no pretenda estabilizar la fase recesiva de los ciclos económicos a través de políticas fiscales y monetarias, habría incentivos tanto para prevenir anticipadamente la aparición de estructuras financieras frágiles cuanto a corregir y aprender de los errores en caso de que éstas emergieran. Más en concreto, sin la expectativa

de un rescate estatal, los acreedores poseen incentivos a controlar el proceso de endeudamiento de sus deudores: en el caso de los bancos, clientes y competidores supervisan su grado de apalancamiento a corto plazo, forzando un bank-run cuando se estima que ha caído en una posición de iliquidez o insolvencia (Minsky 1986, p. 271 and p. 282). Asimismo, tras una crisis económica, los empresarios tienden a volverse más conservadores rehuyendo las estructuras de financiación especulativas y Ponzi y refugiándose en estructuras hedge (Minsky, p. 234), lo cual restringirá el desarrollo de nuevos booms inflacionistas al menos hasta que el exceso de confianza no haya regresado a los mercados y hasta que los agentes hayan incrementado muy sustancialmente sus posiciones iniciales de liquidez (Minsky 1986, pp. 235-236).

El Gran Gobierno empeora notablemente este esquema de incentivos institucionales. Por un lado, la expectativa de rescates estatales (ya sea sosteniendo los beneficios empresariales, otorgando refinanciación directa o prometiendo el bail out de los acreedores) reduce los incentivos de los acreedores a controlar al deudor, de modo que “there are no effective market barriers to bank expansion and thus to the destabilizing impact of banks upon demand” (Minsky 1986, p. 277). Por otro lado, el resurgimiento de estructuras financieras especulativas y Ponzi resulta mucho más veloz cuando el gobierno sostiene los beneficios empresariales y cuando el banco central refinancia los vencimientos de deuda, minimizando en consecuencia el riesgo de los acreedores (Minsky p. 235 and p. 364). En suma, Minsky reconoce que el Gran Gobierno incrementa el “moral hazard” de imprudencia financiera entre los agentes económicos — especialmente, los bancos—, los cuales, sabedores de que sus intervenciones contribuirán a validar sus deudas, pueden optar por apalancarse de modos mucho más imprudentes a cómo lo harían en un mercado libre: o dicho de otro modo, la promesa por parte del Gran Gobierno de intervenir para garantizar la estabilización macroeconómica genera endógenamente la necesidad de intervenir (Minsky 1985). ¿Cómo contrarrestar estas consecuencias institucionales no intencionadas del Gran Gobierno? A través de la regulación.

Más en concreto, Minsky defiende que la Reserva Federal debe adquirir poderes regulatorios para determinar la ratio de capital de las entidades financieras y para influir en la estructura de su liquidez mediante la ventanilla de redescuento (Minsky 1986, pp. 356-358). Pero, justamente, semejantes prerrogativas han estado a disposición de todos los Estados occidentales durante las últimas tres décadas sin que, con ello, se haya evitado la mayor crisis económica desde la Gran Depresión de los 30. Acaso sea porque, de acuerdo con el propio Minsky, la innovación de los regulados siempre irá varios pasos por delante del regulador: “In a world of businessmen and financial intermediaries who aggressively seek profit, innovators will always outpace regulators” (Minsky 1986, p. 281). La innovación financiera y el arbitraje regulatorio de millones de agentes descentralizados y conocedores en profundidad de su sección del mercado tendrán muchas más probabilidades de burlar las nuevas regulaciones del Gran Gobierno que éste de imponérselas centralizadamente a los regulados sin ningún tipo de ambigüedad, contradicción o lagunas jurídicas (Kling 2009, chap. 2).

Claramente, la estrategia óptima para la estabilización financiera a muy largo plazo debería consistir en que prevalecieran incentivos institucionales que condujeran a la autorregulación de los agentes económicos: esto es, que la preservación de su liquidez y de su solvencia (estructuras de financiación hedge) fuera de la mano de la maximización de sus beneficios a largo plazo. Y tal tendería a ser el caso si, según argumenta Minsky, el abuso de estructuras financieras especulativas o Ponzi condujera inexorablemente a notables pérdidas de capital a medio plazo: en ese supuesto, los incentivos institucionales de un mercado libre conducirían a largo plazo a

desarrollar estructuras financieras robustas (Selgin 1989). Sin embargo, el intervencionismo del Gran Gobierno dirigido a mantener los beneficios agregados de la economía recompensa institucionalmente la imprudencia financiera al blindar a los agentes económicos de las consecuencias de sus decisiones de financiación: es ése fallo del intervencionismo del Gran Gobierno el que genera la necesidad de intervenir ulteriormente mediante regulaciones financieras que los agentes económicos competirán por saltarse (Mises 1929, p. 28).

## Conclusión

Minsky defiende el Gran Gobierno como un dispositivo para contrarrestar mediante déficits públicos las fluctuaciones de la inversión agregada y así estabilizar los beneficios agregados. Sin embargo, esta estabilización del gasto agregado de inversión no está exenta de importantes problemas que el economista postkeynesiano no toma en consideración y que en gran medida esterilizan los presuntos beneficios que de tal medida se derivaban: a corto plazo, la estabilización agregada neta que se logra a través de los déficits públicos es bastante moderada, sobre todo si, además del efecto crowding out tradicional, tomamos en consideración la alteración de la rentabilidad relativa entre sectores productivos con distintas intensidades del capital; a largo plazo, el Gran Gobierno lastra el crecimiento económico e incrementa el riesgo de esclerotizar la economía mediante el rescate de empresas zombies y la cronificación de la inflación; a muy largo plazo, el Gran Gobierno altera la estructura de los incentivos institucionales, recompensando la irresponsabilidad financiera que termina siendo la justificación último del intervencionismo estabilizador del Gran Gobierno.

La alternativa estabilizadora del Estado limitado, pues, debería seguir siendo considerada una alternativa seria, respetable y razonable, incluso dentro del modelo minskyano: un entorno institucional que promueva la autorregulación al no socializar los costes de la imprudencia financiera maximizaría la prevalencia de estructuras hedge, lo cual contribuiría a minimizar las crisis económicas. A su vez, un mercado libre, flexible y previsible permitiría reabsorber con rapidez los errores históricos de inversión y a proporcionar la suficiente certidumbre general como para relanzar la inversión privada tan pronto como los agentes hayan localizado nuevas oportunidades de ganancia: un colapso transitorio del gasto en inversión puede hundir los beneficios *presentes*, pero en la medida en que las expectativas de beneficios *futuros* no se hundan gracias a la capacidad de readaptación *presente* de la economía, habrá razones para acometer también en el *presente* cualesquiera reestructuraciones financieras que viabilicen aquellas unidades de negocio rentables a largo plazo, evitando así el perverso ciclo de *debt-deflation* y sentando las bases para el resurgimiento del gasto en inversión.

En definitiva, mientras que el Gran Gobierno estimula el riesgo moral y socializa los costes de la readaptación económica como mecanismos para estabilizar a corto plazo la economía, el gobierno limita proporciona un marco institucional donde la estabilización económica se logra mediante la prevención de la imprudencia financiera a través de un sistema financiero sano que desincentive los esquemas especulativos y Ponzi, y mediante la rápida readaptación económica lograda a través de un mercado libre que, gracias a la flexibilidad y previsibilidad que proporciona, permite estabilizar las expectativas sobre beneficios futuros, recomponer las estructuras financieras inviables y relanzar la inversión agregada.

## Bibliografía

Afonso, António and Furceri, Davide. <<Government size, composition, volatility and economic growth>>, *European Journal of Political Economy*, vol. 26, no. 4, 2010.

Barro, Robert. <<A Cross-Country Study of Growth, Saving, and Government>>, in *National Saving and Economic Performance*, Bernheim and Shoven, University of Chicago Press, 1989.

Blanchard, Olivier. <<Crowding Out>>, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2006.

Caballero, Ricardo; Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil. <<Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan>>, *American Economic Review*, vol. 95, no. 5, 2008.

Cogan, John; Cwik, Tobias; Taylor, John; and Wieland, Volker. <<New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers>>, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2010.

Fölster, Stefan and Henrekson, Magnus, <<Growth effects of government expenditure and taxation in rich countries>>, *European Economic Review*, vol. 45, no. 8, 2001.

Friedman, Milton. <<The Resource Cost of Irredeemable Paper Money>>, *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 3, 1986.

Keynes, John Maynard. *The End of Laissez-Faire*. L. & Virginia Woolf, 1926.  
---- *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave Macmillan, 1936.

Kling, Arnold. *Unchecked and Unbalanced: How the Discrepancy Between Knowledge and Power Caused the Financial Crisis and Threatens Democracy*. Hoover Studies in Politics, Economics, and Society, 2009.

Kornai, János. *The Socialist System: The Political Economy of Communism*. Princeton University Press, 1992.

Hayek, Friedrich. <<The Use of Knowledge in Society>>, *American Economic Review*, Vol. 35, No. 4, 1945.  
---- *Profits, Interest, and Investment*. Augustus M. Kelley Publishers, 1939 [1975]  
---- << Three Elucidations of the Ricardo Effect>>, *Journal of Political Economy*, Vol. 77, No. 2, 1969.

Horwitz, Steven. <<The Costs of Inflation Revisited>>, *The Review of Austrian Economics*, vol. 16, no. 1, 2003.

Hutchison, Michael and Noy, Ilan. << How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises>>, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37, No. 5, 2005.

Lachman, Ludwig. *Capital and its Structure*. Institute for Humane Studies, 1956 [1978]

Lewin, Peter. *Capital in Disequilibrium*. Ludwig von Mises Institute, 2011.  
---- & Cachanosky, Nicolas. <<Roundaboutness is Not a Mysterious Concept: A Financial Application to Capital Theory>>, *Review of Political Economy*, 2013.

Manish G. and Powell, Benjamin. <<Capital Theory and the Process of Inter-Temporal Coordination: The Austrian Contribution to the Theory of Economic Growth>>, *Atlantic Economic Journal*, vol. 42, no. 2, 2014.

Minsky, Hyman. <<Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster>>, *Hyman P. Minsky Archive*, 1970.  
---- *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Taylor&Francis, 1982.  
---- <<Money and the Lender of Last Resort>>, *Hyman P. Minsky Archive*, 1985.  
---- <<Fragility and Resilience of the International Financial Structure: Some General Conditions



and their Applicability to Current Conditions>>, *Hyman P. Minsky Archive*, 1990.  
----- <<Prices in a Financially Sophisticated Capital-Using Capitalist Economy>>, *Hyman P. Minsky Archive*, 1992.  
----- *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill Books, 1986 [2008].

Mises, Ludwig von. *A Critique of Interventionism*. Ludwig von Mises Institute, 1929 [2011].

Paoli, Bianca de; Hoggarth, Glenn; Saporta, Victoria. << Output costs of sovereign crises: some empirical estimates>>, *Bank of England Working Paper*, No. 362, 2009.

Ramey, Valerie. << Can Government Purchases Stimulate the Economy?>>, *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 3, 2011.  
----- *Government Spending and Private Activity>>*, in *Fiscal Policy After the Financial Crisis*, Alesina and Giavazzi, University of Chicago Press, 2013.

Selgin, George. <<Legal Restrictions, Financial Weakening, and the Lender of Last Resort>>, *Cato Journal*, vol. 9, no. 2, 1989.

Yellen, Janet. <<A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers>>, *FRBSF Economic Letter*, 2009.