



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**

---

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**El enfoque de la escuela austriaca en  
el marco de las teorías de los ciclos  
económicos endógenos**

**TESIS**

Que para obtener el título de

**LICENCIADO EN ECONOMÍA**

**P R E S E N T A:**

**KRISHNA YOGESVARAH AVENDAÑO GRAJALES**

**DIRECTOR DE TESIS:**

**MTRO. GUSTAVO ZAVALA HURTADO**



**Ciudad Universitaria, CD. MX. 2021**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A mis padres, por la paciencia

## Agradecimientos

El término de esta tesis no habría sido posible sin el apoyo del Mtro. Gustavo Zavaleta Hurtado y el Dr. Santos Mercado Reyes, a quienes extiendo todo mi agradecimiento.

# Índice

Capítulo 1. Introducción.....	6
Capítulo 2. Marco teórico.....	13
Definición de ciclo económico.....	13
Criterios de clasificación de las teorías de los ciclos económicos.....	19
El debate entre los ciclos monetarios y reales.....	22
Los ciclos económicos endógenos.....	26
La dinámica fatal del capitalismo.....	28
Marx y los ciclos económicos.....	30
Kalecki y la paradoja de la inversión.....	35
La revolución keynesiana.....	38
La nueva macroeconomía clásica, expectativas racionales e información imperfecta.....	44
Friedman y la ilusión monetaria.....	45
El modelo de las islas de Lucas.....	50
El crédito y su relación con los ciclos económicos.....	54
Hipótesis de la inestabilidad financiera.....	55
La escuela austriaca de economía.....	62
Apostillas metodológicas y revolución marginalista.....	68
Capítulo 3. La teoría austriaca del ciclo económico.....	75
El cálculo económico.....	77
El teorema regresivo del dinero.....	81
La tasa de interés natural, un concepto clave.....	85
La estructura del capital según Hayek.....	88
El modelo de Garrison.....	92
La propuesta de Huerta de Soto.....	99
Capítulo 4. Replanteamiento a la teoría austriaca del ciclo económico.....	115
Los principios de la disciplina y la elasticidad.....	115
El rompimiento de la tradición marginalista en el pensamiento de Mises.....	120
La relación monetaria.....	125
La liquidez, el pilar olvidado del enfoque austriaco.....	129
El ciclo económico desde la perspectiva de la liquidez.....	131
Hilando el relato: entre la inestabilidad financiera de Minsky y el ciclo austriaco.....	138

¿En qué falla la teoría austriaca? .....	143
Dos vías ante la crisis .....	144
1. La solución del prestamista de última instancia.....	144
2. Oro y banca libre reconsiderados .....	152
Capítulo 5. Conclusiones.....	166
Bibliografía.....	172

## Capítulo 1. Introducción

La dinámica turbulenta de las economías de mercado dio origen a un debate que, desde sus inicios, se planteaba irresoluble. De un lado, están aquellos que en las crisis observan el signo fatal y orgánico del capitalismo. De otro, los teóricos de un orden espontáneo que en el intervencionismo y en la planificación central encuentran la razón última de los ciclos económicos. Cuando el fenómeno se manifiesta y se revelan sus signos más palpables — liquidaciones, cierres de empresas, desempleo, deflación, etc.—, el investigador se ve tentado a preguntarse si, de cara a la inevitabilidad de las crisis, merece la pena diseñar medidas abocadas a la mitigación de los ciclos o si lo propio radica en negar el paradigma en su conjunto —es decir, abjurar de la economía de mercado— y buscar una alternativa distinta.

En este punto el planteamiento bordea en una suerte de escatología secular: si las sociedades se resignan a un destino trágico que no se hace sino replicarse, pareciera que aferrándose al modo de producción estuvieran firmando el contrato de su propia condena. La digresión, aunque retóricamente excesiva, no es del todo ociosa: si la teoría económica se limita a ser observación pura, la pretensión de edificar una realidad social plena y satisfactoria deviene banal. Una explicación de los ciclos económicos está hueca si no tiende un puente con el ámbito normativo.

Así como la década de los treinta del siglo XX fue un parteaguas en lo tocante a la teoría, el pensamiento y la historia económica, es dable suponer que lo mismo sucederá con los primeros años del XXI. La Gran Depresión, corolario de un periodo de bonanza y desenfreno, obligó a los economistas a replantear sus explicaciones sobre los mecanismos que dominan las fuerzas de mercado. La Gran Recesión que siguió a la crisis de 2008 demostró que, a casi un siglo y a pesar de los avances en el entendimiento científico, falta mucho para elaborar una teoría general de las crisis que permita la enunciación de una doctrina económica infalible.

En primer lugar se hace necesario entender qué son los ciclos y cómo se generan. ¿Se trata de fenómenos exógenos o endógenos? ¿Son resultado de la dinámica capitalista o son la consecuencia de políticas que impiden el desenvolvimiento espontáneo de las fuerzas del mercado? Si se trata de lo primero, entonces lo propio será diseñar las regulaciones necesarias,

implementar leyes *ad hoc*, crear instituciones. Si trata de lo segundo, quizá lo mejor sea flexibilizar los mercados y detectar cuáles son las fuentes de distorsión.

No es solo que los economistas no hayan alcanzado un consenso sobre cómo evitar las crisis, sino que ni siquiera han puesto de acuerdo en el porqué del estallido de la Gran Depresión. Para Keynes, el crack del 29 y la crisis de los 30 había puesto de manifiesto la naturaleza inestable del capitalismo. A sus ojos, Occidente operaba con una suerte de enfermedad crónica —su sistema económico— que, no obstante, no ameritaba la eutanasia: los Estados debían corregir las imperfecciones del mercado como si se tratara de un doctor que, incapaz de hacer otra cosa, administra a su paciente tratamientos paliativos.

La crítica keynesiana no se quedaría encapsulada en las discusiones académicas. Más que un teórico de las aulas, Keynes era un intelectual influyente, luminaria del Círculo de Cambridge y allegado a las esferas políticas internacionales, cuyas observaciones servirían para legitimar el intervencionismo en un Occidente que otrora existía por y para un espíritu liberal que en la reducción del Estado y en la exaltación del individuo encontraba su *raison d'être*. El corolario de las teorías keynesianas es la idea de que el mercado por sí mismo no puede generar las condiciones necesarias para crecer y generar bienestar. Tanto mayor el desarrollo, mayor la necesidad de que el Estado intervenga y estabilice las variables más relevantes: el empleo, la inflación, los tipos de cambio y la tasa de crecimiento.

Insistimos en la Gran Depresión porque su estallido permitió que nuevas teorías emergieran de las sombras de la academia y se instalaran en el *mainstream*, con la consecuencia de que muchas otras explicaciones fueron relegadas al olvido y a la marginalidad. Tal es el caso de la escuela austriaca que Ludwig von Mises y Friedrich Hayek comandaran durante buena parte del siglo XX. Fue precisamente este último quien protagonizara con Keynes un extenso debate que se alargaría por varios años. El resultado es por todos conocido: el economista inglés se alzaría triunfante.

Después de todo, el programa keynesiano es fuerte donde las teorías liberales dejan de ser atractivas en términos políticos: la intervención del Estado y la corrección del ciclo económico son para gran parte de la población moralmente aceptables, imperiosas incluso. La sola idea de permitir que el mercado se regule, cuando en la práctica no hace sino caer mientras más se desarrolla, además de difícil de digerir se antoja reprochable. Recomendación que, en todo caso,



es concebible solo cuando a nivel teórico se acepta que el mercado, a través de una serie de reacciones espontáneas, es capaz de hallar y purificar los vicios que subyacen al aparato económico. La crisis se revela como la resaca de un proceso de intoxicación, y es esta purga de malas inversiones el remedio amargo que requiere el sistema para emerger de nuevo.

La actitud keynesiana responde con escepticismo a la afirmación liberal. Dirán sus autores que el mercado no cuenta con tales mecanismos de ajustes, dado que la economía capitalista se caracteriza por la rigidez de precios y una tendencia al paro. Factos estos últimos que impiden los ajustes automáticos que predicen los modelos neoclásicos.

En la vena escéptica, el poskeynesiano Hyman Minsky (1992) formulará la hipótesis de la inestabilidad financiera, donde describe a la economía contemporánea como un sistema codificado mediante una red complejísima de relaciones financieras. Siendo así, lo propio sería hablar de financierismo más que de capitalismo. Lejos han quedado, opina Minsky, los tiempos en que la industria y lo mercantil cifraba la realidad económica. De ahí la obsolescencia de las tesis clásicas y heterodoxas cuyo desarrollo solo puede explicarse, históricamente, como derivaciones de una etapa en que los aspectos financieros no se erigían en el pilar de las relaciones económicas.

Minsky postula que en una economía desarrollada, todos los agentes se comportan como si fueran bancos: cada actor, desde las entidades financieras, pasando por el gobierno hasta las familias, son acreedores y deudores los unos de los otros. Consideración a partir de la cual Minsky se vale para afirmar que la naturaleza del crédito circulante constituye el núcleo y la sangre de los ciclos económicos.

¿Y cuál es esta naturaleza? Se trata de un carácter doble: la diada entre disciplina y elasticidad (Merhling, 2012). Dicho de otra manera, el crédito es una manera de romper las limitaciones temporales que emergen a consecuencia de la escasez de recursos y flujos de caja presentes. Pero no se trata de un *free for all*. El crédito supone una postergación de los compromisos, nunca su eliminación. Este es el elemento de disciplina o, en palabras de Minsky, el *survival constraint*, la condición de supervivencia.

La hipótesis de la inestabilidad financiera postula que el desarrollo de las relaciones crediticias debilita su propia estructura. Es decir, los mismos mecanismos que permiten el auge son los que

generan la tendencia a incurrir en prácticas insostenibles que, a la postre, redundan en la suspensión de pagos y la crisis económica.

Entre Minsky y la teoría austriaca existe un vínculo: la noción de que el ciclo económico está aparejado de las expansiones del crédito. La diferencia estriba en que, según Minsky, el capitalismo no puede corregir sus males. Los austriacos consideran que la expansión del crédito es un proceso inducido por los bancos centrales, la reserva fraccionaria y el descalce de plazos. Ambos, sin embargo, ubican los desajustes en el mercado monetario. El dinero no solo no es neutral, sino que representa el vértice de las fluctuaciones y los desajustes intertemporales.

Una idea poco convencional en el panorama del pensamiento económico: las teorías clásicas operaban bajo el supuesto de que el mercado de trabajo y los precios relativos dominaba las relaciones económicas. En rigor de verdad, Minsky es demasiado generoso con Keynes: aunque en *La teoría general* se realza el papel de la incertidumbre y las relaciones financieras, la mente del inglés sigue operando en un mundo donde es más que evidente el predominio de la esfera real y productiva.

Llegados a este punto comprendemos por qué la controversia entre Keynes y Hayek colocó sobre la mesa de debate una serie de temas que hasta antes parecían incontrovertibles. Hemos mencionado uno: el debate sobre la neutralidad del dinero. Dicha discusión cobra tanta más relevancia cuanto que a partir de la respuesta que se dé es posible asumir una postura definitiva sobre los efectos de la política monetaria en la economía real y en su papel en el ciclo económico. De hecho, las teorías modernas del ciclo, en contraste con las nociones clásicas, suelen analizar los efectos que el dinero tiene en el desarrollo de los procesos de inestabilidad. Este será uno de los puntos clave de la presente investigación.

Un ejemplo de ello es el modelo de las islas de Lucas (1972). Al incorporar información imperfecta —premisa que en su momento desafiaba las convenciones neoclásicas—, el autor concluye que la política monetaria tiene efectos reales. Del mismo modo, si bien por una vía distinta, los autores austriacos ortodoxos entienden que el ciclo económico es la manifestación de la descoordinación en las preferencias intertemporales de los agentes, mediada esta por una expansión del crédito cuyo origen está en la esfera monetaria.

A contracara de Keynes, Milton Friedman opina que la Gran Depresión fue resultado de un mal tratamiento. En su opinión, no se requería de mayor gasto público para emerger de la crisis. Por el contrario, la receta keynesiana habría profundizado las malas condiciones de la economía estadounidense al tiempo que la Reserva Federal se negaba a llevar a cabo una política monetaria sensata pero agresiva. Después de todo, como decía el inglés, la pretensión de actuar sobre el mercado dinero durante la crisis es como empujar una cuerda de ambos extremos: una acción que no conduce a nada. La conclusión a la que llegan Milton Friedman y Anna Schwartz (1971) es que la Reserva Federal sostuvo una política monetaria innecesariamente restrictiva que retrasó la recuperación.

Hallamos que el denominador común en las interpretaciones aquí citadas sobre el ciclo económico es la relevancia del sector monetario y la naturaleza endógena del fenómeno. Habiendo establecido lo anterior, nos consideramos preparados para enunciar el objeto de nuestra tesis: explicar las crisis cíclicas desde la perspectiva de la teoría austriaca en el marco de los modelos endógenos y monetarios. Dada la recurrencia de los auges insostenibles y sus consecuentes caídas, nos parece relevante articular una explicación alternativa.

Párrafos más arriba dejamos entrever que la explicación keynesiana había vencido por motivos más que académicos y que entre las tesis ensombrecidas estaba la austriaca, que poco tiene que ver con los análisis neoclásicos y monetaristas. A pesar de esto último, existe una tendencia por demás extraña y hasta cierto punto deshonesto de englobar todas las explicaciones liberales en un mismo saco.

La realidad es que entre la visión de Chicago de los ciclos y la austriaca hay un océano de diferencia. De hecho, a partir de la asunción de Volcker al primer asiento de la Reserva Federal los bancos centrales del mundo entero asumieron que su misión sería la de controlar el nivel de precios y preservar la estabilidad del poder adquisitivo. Para hacerlo el banco central fija la tasa de interés a corto plazo e incurre en operaciones mercado abierto. Con tal de seguir el mandato, las entidades centrales suelen seguir la Regla de Taylor:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t + \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t)$$

La tasa de interés nominal dependerá de la inflación actual  $\pi_t$  menos la esperada  $\pi_t^*$  más tasa real de crecimiento de producto menos la tasa de crecimiento potencial  $(y_t - \bar{y}_t)$ .

Si fuera cierto que atendiendo a esta regla es posible contener las fluctuaciones violentas de la actividad económica, entonces toda teoría del ciclo sería retórica inútil. Pero este no es el caso, y la prudencia de los bancos centrales no ha sido óbice para la recurrencia de las crisis. Es en este punto que devienen pertinentes otras explicaciones del fenómeno. Consideramos que la escuela austriaca plantea un giro importante, aunque no definitivo, en el enfoque tradicional.

La presente investigación se divide en tres partes. En la primera se ofrece una caracterización general del fenómeno de los ciclos económico, analizando sus características y sus manifestaciones en tanto que procesos ya sea exógenos o endógenos. Exploramos diversos criterios de clasificación para finalmente centrar nuestro análisis en las crisis cuyo origen puede rastrearse en la volatilidad de la esfera monetaria y financiera. Una vez delimitado nuestro objeto de estudio, desarrollamos varios modelos con el fin de ofrecer un panorama de lo que, hasta el momento, se ha dicho en la literatura económica relevante.

La selección de modelos a desarrollar tiene un sesgo deliberado habida cuenta el objetivo último de la tesis: explorar el enfoque austriaco y criticarlo desde el supuesto de que los ciclos son fenómenos endógenos e inherentes a las economías capitalistas. Especialmente relevante es la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (1992), que a su vez se nutre de los modelos de Kalecki (1956) (1977) y la crítica keynesiana.

Al incluir modelos monetaristas (Friedman, 1968) y de la nueva macroeconomía clásica (Lucas, 1972) pretendemos llamar la atención sobre un fenómeno en el que parecen coincidir la mayoría de las explicaciones endógenas del ciclo: los problemas de extracción de señal asociados a la información imperfecta. Se verá que, aunque los modelos austriacos, monetaristas y de la nueva macroeconomía clásica discrepan, hallan un vaso comunicante en las distorsiones a los mecanismos de transmisión de la información económica.

En la segunda parte se desarrolla la versión canónica de la teoría austriaca del ciclo económico. Por canónica nos referimos a la explicación que se sigue a partir del modelo inicialmente desarrollado por Ludwig von Mises (1912) (1947), que continúa con las aportaciones de Friedrich Hayek (1931) y que más tarde es reivindicado, desde la ortodoxia austriaca, por Jesús Huerta de Soto (1998). Como guía, nos apoyaremos en la síntesis de Roger Garrison (2001).

El propósito es, más que nada, descriptivo. Veremos por qué la teoría austriaca del ciclo económico es, en esencia, una teoría del auge insostenible (Garrison, 2005). Para ello se estudiará, a partir de las categorías misesanas, de qué manera aparece la tasa de interés natural y se mostrará por qué la expansión artificial del crédito, como resultado de la sobreemisión de medios fiduciarios y la consecuente caída en los tipos de interés de mercado, se erige en catalizador de las crisis cíclicas.

Hacia el final de la sección se exponen las principales recomendaciones de política monetaria de la escuela austriaca. Entre ellas veremos que los rasgos comunes son la banca libre y el retorno al patrón oro. Donde Mises, Rothbard y Huerta de Soto hacen hincapié en la necesidad de un coeficiente de caja del 100% sobre los depósitos a la vista, Hayek (1978) y autores asociados a la Escuela de la Banca Libre (White, 1984) (Selgin & White, 1994) favorecen un sistema más elástico que incorpore la reserva fraccionaria o la competencia de monedas fiat.

En la tercera parte se realiza una crítica del modelo canónico desde una perspectiva marginalista de la liquidez. También puede considerarse una crítica neomengeriana que incorpora aspectos de la hipótesis de la inestabilidad financiera. Argumentamos, en primer lugar, que el pensamiento de Mises no continúa sino que rompe con la tradición inaugurada por Carl Menger (1871) (1891). Al hacerlo opta por un enfoque cuantitativo que centra su atención en la oferta monetaria. A nuestro juicio, la demanda de dinero juega un papel igual o más importante en el ciclo que su contraparte.

Mostraremos que si bien es cierto que los ciclos económicos están caracterizados por la descoordinación intertemporal de los agentes, el mecanismo que detona dichos desequilibrios no es tanto la manipulación del tipo de interés sino la degradación de la estructura agregada de la liquidez resultante del descalce de plazos en los mercados financieros. Para ello se verá que, en contra de lo que postula el modelo canónico, no existe un único tipo de interés natural, sino una multiplicidad de tasas de equilibrio y que, en rigor, la descoordinación entre las preferencias temporales es uno de los muchos determinantes del ciclo.

Las recomendaciones de política económica serán diferentes. Se exploran la solución de la banca central (Merhling, 2010) y el binomio banca libre-patrón oro aumentado por la doctrina de las letras reales (Fekete, 2012) (Rallo, 2019).

## Capítulo 2. Marco teórico

### **Definición de ciclo económico**

Se definen los ciclos económicos como fluctuaciones periódicas en la actividad económica. El punto clave está en la noción de variabilidad a lo largo del tiempo. Una teoría del ciclo económico sólo es tal si aspira a hallar una explicación general, no coyuntural, para tales fluctuaciones. Por tal motivo, incluso las más disímiles escuelas de pensamiento que cuentan con una teoría del ciclo económico<sup>1</sup> convergen en el interés por dilucidar los mecanismos que, en el largo plazo, desvían a las economías de su tendencia de crecimiento. Estos modelos generales servirán para nutrir las explicaciones que de los fenómenos cíclicos realicen los investigadores de la ciencia económica.

La medición del Producto Interno Bruto se ha erigido en el estándar en lo que se refiere al diagnóstico de la salud de las economías. Sin embargo debe reconocerse que éste es un indicador insuficiente. De ahí que las teorías que pretenden una explicación integral de los fenómenos cíclicos tomen en cuenta tanto los factores reales como los monetarios. Es así que para poder describir las características del ciclo devenga necesario analizar no sólo el comportamiento de la producción a lo largo del tiempo, sino también los niveles de empleo, inflación, las tasas de interés, los niveles de ahorro e inversión y elucidar cómo interactúan entre ellas.

Los ciclos se caracterizan por cuatro fases principales, a saber:

- **Auge.** En esta etapa hay un aumento generalizado de los niveles de ingreso, empleo, producción, inversión y también de confianza y optimismo. Empezar

---

<sup>1</sup> Tanto el marxismo, como el keynesianismo, la teoría neoclásica y el enfoque austriaco cuentan, cada uno a su modo, con un modelo del ciclo económico. En el caso del marxismo se busca explorar los elementos dialécticos que vuelven del capitalismo un sistema intrínsecamente contradictorio. La teoría keynesiana plantea un capitalismo inherentemente inestable, pero no condenado a la extinción.

nuevos proyectos resulta más rentable. Se trata del momento en el que comienzan a formarse las burbujas en sectores particulares de la economía.

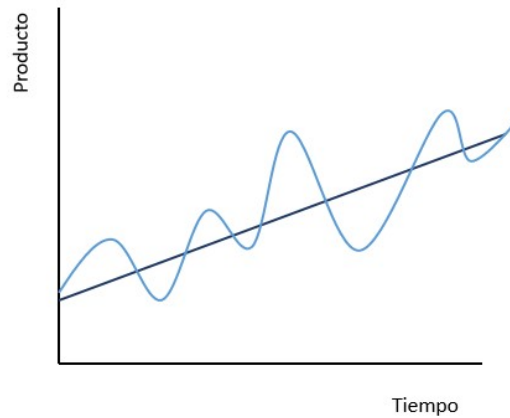
- **Recesión.** Llega un momento en que, por diversas razones<sup>2</sup>, el crecimiento se vuelve insostenible. Las inversiones tienden a colapsarse de manera generalizada. Cuando esto sucede, caen los niveles de producción y empleo. Por consiguiente, se colapsan tanto la oferta como la demanda. La moneda también se puede ver afectada.
- **Depresión.** La economía entra en un periodo de estancamiento en el que la liquidación de las malas inversiones se vuelve común. Se generalizan el desempleo y las quiebras. Estos problemas no son aislados ni competen a una sola industria, sino que se trasladan a otros sectores.
- **Recuperación.** Ocurrido el reajuste de la economía<sup>3</sup>, los niveles de empleo y producción se estabilizan, permitiendo así que exista una nueva fase de crecimiento. Superado el nivel de la caída, llega otra vez el auge. Así como sucede como en la fase anterior, esta tendencia alcista puede durar uno o muchos años.

---

<sup>2</sup> Más adelante se ofrecerán diversas explicaciones del porqué el crecimiento se torna inviable y degenera en crisis. Por el momento, ya que investigamos el ciclo económico, damos por supuesto que los periodos de auge tienen un límite y que a estos les sigue no una época de alegre estancamiento sino un periodo de recesión. Si supusiéramos estabilidad, se estaría hablando de un modelo de crecimiento, no de ciclo económico.

<sup>3</sup> El cómo se da este reajuste se explicará más adelante. Hay escuelas de pensamiento que consideran que el reajuste, en última instancia, es inviable (marxismo). Otras que lo solicitan por la vía de la intervención estatal (keynesianismo), algunas por medio de intervenciones en el sector monetario (monetarismo). Y aquellas que consideran que la economía vuelve naturalmente al equilibrio.

**Figura 1. El ciclo económico**



Fuente: Elaboración propia

La figura número uno relaciona el PIB con el tiempo. La línea recta con pendiente positiva muestra la trayectoria de crecimiento del producto dadas las fluctuaciones que se presentan en los distintos periodos de la actividad económica. Por qué fluctúan los niveles de producto y qué incide en su volatilidad son aspectos de la dinámica cíclica que se tratará de explicar en capítulos posteriores.

¿Puede existir una tendencia decreciente en el largo plazo, donde la recta tenga pendiente negativa? Ciertamente es una posibilidad teórica, sobre todo si se parte del supuesto de que las economías, tanto capitalistas como centralizadas<sup>4</sup>, son inherentemente inestables y están destinadas al colapso<sup>5</sup>. Un modelo que intentara describir semejante situación se beneficiaría de una curva asintótica que se aproxime a cero cuando tiende a infinito. Suponer un escenario en

---

<sup>4</sup> Resulta interesante constatar que el grueso de las investigaciones en torno al problema del ciclo económico se circunscribe a la dinámica capitalista. Poco se ha dicho de las economías planificadas centralmente. Acaso se deba a que la planificación total tiene pocos referentes históricos. Nada de esto invalida la suposición de que en las economías sometidas al completo dirigismo de la autoridad central se produzcan fluctuaciones periódicas. Ludwig von Mises, en su obra *La acción humana*, adelanta un teorema de la imposibilidad del cálculo económico en las sociedades donde las decisiones de producción se hallan centralizadas. Más adelante veremos que las implicaciones de este supuesto pueden aplicarse a las economías mixtas.

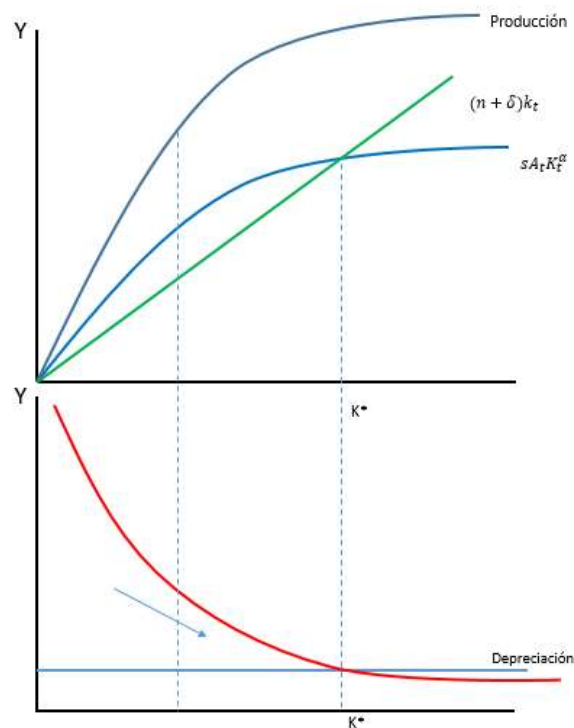
<sup>5</sup> Sin embargo, el propio marxismo ortodoxo reconoce que el colapso último del capitalismo estará cifrado en el aumento desmedido de la capacidad productiva. En las instancias finales, la economía se verá asfixiada por una crisis de superproducción.



el cual la producción fuese negativa resulta verosímil sólo cuando se habla de una auténtica catástrofe, como el colapso de una civilización.

Si la perspectiva de un crecimiento a sostenido en el largo plazo resulta poco convincente, como de hecho piensan muchos economistas, incluso aquellos que defienden la dinámica capitalista, quizá resulte más adecuado un gráfico como el que propusieran Solow y Swan (1956) en su modelo de crecimiento. En un tiempo suficientemente largo, debido a la ley de los rendimientos marginales decrecientes, el crecimiento poblacional, los niveles crecientes de depreciación del capital y al puro hecho de que ni los recursos materiales ni humanos son infinitos, el producto tiende hacia un estado estacionario  $k^*$ .

Figura 2. La dinámica del modelo de Solow-Swan



Fuente: elaboración propia

Desde la perspectiva del modelo de Solow-Swan, la única manera de potenciar el crecimiento a largo plazo es mediante innovaciones tecnológicas. El gran problema para dicho enfoque es que

toda mejora técnica es exógena al sistema, por lo que las posibilidades de un salto cualitativo son de naturaleza estocástica.

Desarrollos posteriores en la teoría del crecimiento han intentado incorporar aspectos como la innovación, el aprendizaje y las externalidades del capital como elementos endógenos de mejora técnica. Como punta de lanza, puede mencionarse el modelo de Romer (1986) entre cuyas conclusiones más poderosas está que el conocimiento presenta rendimientos marginales positivos<sup>6</sup> y en cierto modo autorreplicables: las innovaciones no permanecen estáticas; su mera irrupción en el proceso económico atrae a nuevos actores que incorporarán a sus procesos productivos las nuevas técnicas. Desde la perspectiva del ciclo, dicho fenómeno representaría un punto de inflexión hacia el auge.

Al analizar la evidencia empírica, la tarea de encontrar ciclos perfectamente regulares y de exacta o similar duración resulta vana. La economía es, siempre, un proceso dinámico acotado a su contexto y circunstancias histórica. Puede hablarse, por ejemplo, de los efectos estacionales de la economía. Por estacionalidad se entienden los movimientos de una serie estadística en el corto plazo y que se repiten de un periodo a otro, siendo estos normalmente de un año. Considérense la aceleración de la industria turística durante los periodos vacacionales. No se piense únicamente en los hoteles, sino también en los pequeños comerciantes locales que deberán dar abasto a una demanda más elevada. En este caso no se hablaría de un ciclo económico como tal: es una expectativa basada en la experiencia. Si, en cambio, la actividad económica se viera deprimida en una época en la que históricamente se ha registrado una tendencia a la alza, cabría suponerse la existencia de un ciclo económico. Lo mismo puede ser cierto para una aceleración desmedida e inusitada.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Romer incorporó a la función de producción neoclásica un exponente  $n$  al factor capital, tal que  $Y = f(K^n, L)$ . La nueva variable representa el número de empresas en la economía y su peso en la determinación del producto. A medida que estas llevan a cabo su producción incorporan sus conocimientos y técnicas al conjunto de la economía, generando un efecto *spill over* o derrame. Las razones de que el conocimiento presente rendimientos marginales crecientes se debe a que en las economías competitivas las empresas rezagadas se verán tentadas a mejorar sus esquemas de producción en base a lo que otras han hecho.

<sup>7</sup> A decir verdad, son muy pocos los analistas que se interesan en el estudio del auge. En cierto modo tiene sentido intuitivo que así sea: cuando se observa el auge desde la perspectiva del presente resulta poco sensato dudar del frenesí económico. Lo racional es disfrutarlo e incluso explicarlo de acuerdo a nuestra postura ideológica. Así, los keynesianos dirán que la economía crece porque se ha estimulado la demanda, mientras que los liberales argumentarán que el mercado se ha coordinado espontáneamente, sin la intervención del gobierno, para acelerar un sector de la economía. Mientras tanto, la crisis se cuece a espaldas de ambos.

En su tratado clásico sobre los ciclos económicos, Estey (1960) habla de cuatro tipos de fluctuaciones cíclicas:

1. **Tendencias seculares.** Representan el curso ascendente o descendente de la economía a lo largo de épocas relativamente largas. Son las rectas y las asíntotas de nuestro gráfico.
2. **Fluctuaciones estacionales.** Son variaciones en la actividad económica dentro de un periodo acotado, normalmente de un año. Siguiendo a Estey, este tipo de fluctuaciones tienen componentes naturales y están relacionadas con las estaciones anuales.
3. **Fluctuaciones cíclicas.** O movimientos ondulatorios que se caracterizan por fases de expansión y contracción. Serían curvas sobrepuestas en la recta de la tendencia general de la economía.
4. **Fluctuaciones esporádicas.** Son movimientos irregulares y, por tanto, no presentan un carácter cíclico. En la actualidad se habla de *shocks* externos o cisnes negros. Un desastre natural, una pandemia e incluso una crisis externa que contagia a economías que, por otro lado, se mantenían estables. Si bien tienen cabida en algunas teorías del ciclo económico —concretamente aquellas de la nueva macroeconomía clásica—, suelen analizarse en las teorías del crecimiento.

El que no sea posible hablar de una regularidad precisa en los procesos cíclicos no ha impedido esbozar una clasificación de dichos fenómenos de acuerdo a su duración general. Schumpeter (1939) identifica tres tipos de ciclos económicos:

1. **Ciclos Kondrátiev.** Se caracterizan por ser ondas largas que se desarrollan a lo largo de cuarenta a cincuenta años. Son llamados así en memoria del economista ruso Nikolái Kondrátiev, cuya atención no se centró en las pequeñas crisis del capitalismo sino en su tendencia inestable en el largo plazo.
2. **Ciclos Juglar.** Fluctuaciones de mediana duración y que aparecen de cada cinco a diez años. Llamados así en honor al economista francés Clement Juglar, que en 1883 sentaría las bases de lo que otros estudiosos llamaron los ciclos comerciales.
3. **Ciclos Kitchin.** Su duración es la más corta de todas. Suceden cada par de meses a años, de manera cíclica. En opinión de Kitchin, los ciclos largos no son más que una

colección de ciclos cortos. Mediante la agregación de ciclos Kitchin se obtienen los ciclos Juglar.

Hasta ahora se ha expuesto apenas un panorama de los ciclos económicos y de cómo se presentan estos ante la evidencia empírica. No obstante esto todavía no nos dice nada de las razones de su existencia o de los mecanismos de las fluctuaciones. Para ello no basta con describir los tipos de ciclos que hay en la economía, sus formas y fases. Si lo que interesa es explicar los mecanismos de los auges y las crisis recurrentes, debe hacerse un repaso por las interpretaciones que ofrecen las diversas escuelas de pensamiento económico.

### **Criterios de clasificación de las teorías de los ciclos económicos**

Toda teoría que pretenda explicar las fluctuaciones económicas debe responder tres preguntas esenciales: a) ¿qué tipo de perturbaciones, reales o monetarias, afectan al conjunto de la actividad económica?; b) ¿cuál es la estructura base de los mercados financieros que hace posible la aparición del ciclo?; c) ¿qué factores estructurales posibilitan el ciclo?; d) ¿qué políticas económicas inciden en su perpetuación?

Una vez se da respuesta a cada una de las preguntas anteriores se hace pertinente delinear un criterio de clasificación para las diversas teorías del ciclo. De acuerdo a (Neira, 2005) son cinco las formas de agruparlas. A continuación las describimos.

#### **1. La escuela de pensamiento**

Este criterio pone especial énfasis en las diferencias metodológicas e incluso ideológicas de los autores. Véase el contraste que hay entre escuelas de pensamiento cuyo análisis parte de las construcciones matemáticas (teoría neoclásica) y aquellas que basan su método en la observación de la acción humana, por naturaleza impredecible, y derivan sus conclusiones a través de razonamientos apriorísticos-deductivos (escuela austriaca). Existen escuelas que derivan sus conclusiones a partir del estudio de la demanda agregada (keynesianismo) y aquellos que centran su atención a los procesos monetarios (monetarismo y nueva economía clásica).

Incluso cuando hay un consenso en el factor determinante del ciclo, diversas escuelas de pensamiento ofrecen una interpretación particular que contradice al resto de los análisis. Un ejemplo de esto son las perturbaciones de la esfera monetaria. Hay autores que consideran que el dinero es neutral<sup>8</sup> y otros que no lo es.

La ideología es, en muchos casos, función del paradigma analítico.<sup>9</sup> Si bien, como indica Karl Popper, el espíritu científico alienta a la apertura ante todo tipo de argumentos, siempre y cuando tengan un fundamento razonable, en ocasiones hay brechas que resultan insalvables. Un ejemplo de esto es la escisión entre liberales y marxistas. Los primeros parten del individualismo metodológico, los segundos desde una perspectiva colectivista. En este sentido, el ciclo económico es para Marx un resultado de la contienda de clases en el contexto del desarrollo capitalista. Para el liberal la realidad debe ser entendida nominalmente, es decir desde la perspectiva del individuo; la lucha de clases no determina el curso de la historia.

Nuevamente, donde hay convergencia ideológica puede no haber acuerdo en los criterios del análisis económico. Los liberales de la escuela austriaca se muestran antipáticos ante las explicaciones del monetarismo friedmaniano. Ambos, sin embargo, favorecen los mercados libres y la autonomía individual.

Como puede verse, el criterio de clasificación de acuerdo a la escuela de pensamiento presenta limitaciones.

## **2. El carácter del ciclo**

Según esta clasificación pueden englobarse en una misma categoría escuelas que en el primer punto aparecían claramente diferenciadas. Hablamos, pues, de teorías exógenas del ciclo y teorías endógenas. Entre las primeras se encuentra el enfoque keynesiano de la demanda agregada y el neoclásico del ciclo real. Resulta interesante constatar que en este último ámbito puede entrar la teoría de la inestabilidad de Minsky, que aunque pertenece a la escuela

---

<sup>8</sup> Por neutralidad del dinero se entiende que las variaciones en la esfera monetaria afectan, en el largo plazo, únicamente los precios. La no neutralidad implica que las mismas variaciones tienen efectos tanto en los precios como en la esfera real.

<sup>9</sup> ¿O es la ideología lo que determina la teoría? ¿Derivamos el entendimiento de las condiciones sociales a partir de nuestro sitio en la historia, como quería Hegel, o es la acumulación de certezas observables la que nos lleva a descubrir la naturaleza de nuestro pensamiento? La pregunta queda abierta.

poskeynesiana elabora una teoría basada en aspectos financieros, monetarios y claramente endógenos.

Las teorías exógenas suponen que existen *shocks* externos y de carácter real que sacan a la economía del equilibrio. Kydland y Prescott (1982) adjudican las fluctuaciones a variaciones inesperadas en la tecnología. En el modelo de ciclo real exógeno, la economía responderá con cambios de productividad hasta alcanzar un nuevo equilibrio en el sentido de Pareto.

En el polo opuesto se hallan las teorías para las cuales los ciclos económicos representan fenómenos que son característicos del sistema. Las fluctuaciones pueden ser reacciones de equilibrio (como supone Friedman), procesos de descoordinación por efecto de señales económicas engañosas (modelo de las malas percepciones monetarias de Lucas y escuela austriaca de economía) o incluso un síntoma privativo de las economías capitalistas (Marx, Kalecki).

La gran mayoría de las investigaciones sobre los fenómenos cíclicos se han dado en el contexto de una concepción endógena de los mismos. No resulta razonable suponer que los trabajos de Kalecki y Friedrich Hayek, el uno keynesiano cercano a las tesis marxistas y el otro un liberal clásico, estén emparentados por el solo hecho de creer que los ciclos están causados por un factor endógeno. Se hace necesario buscar un criterio de clasificación más preciso.

### **3. La causa determinante de los ciclos**

Aunque este punto puede parecerse al anterior, el énfasis recae en las causas directas del ciclo y no de si las fluctuaciones son propias o externas al sistema. La pregunta que pretende responder es si los eventos que detonan los ciclos son de carácter real —factores tecnológicos o asociados a la producción— (Keynes, Marx) o monetario (Lucas, Friedman, Escuela austriaca, Minsky).

### **4. La caracterización como procesos de equilibrio o desequilibrio**

Si suponemos que en ausencia de *shocks* externos la economía se encontraría en equilibrio, entonces es posible afirmar que para el enfoque neoclásico de los ciclos reales las reacciones de los agentes son fundamentalmente de equilibrio, ya que estos han de ajustarse para devolver a

la economía a la senda de crecimiento que seguían antes de la aparición de los choques desestabilizadores. Se trata de modelos de equilibrio general que suponen, entre otras cosas, un ambiente de mercados competitivos y agentes con expectativas racionales e información perfecta, lo que lleva a la conclusión de que estos tienen pleno conocimiento del estado de la economía y son capaces de anticipar los efectos de las políticas económicas.

El resto de las teorías entienden el ciclo como un claro proceso de desequilibrio que puede deberse a la inestabilidad intrínseca de la economía de mercado, a la mala calidad de las instituciones, ya sea por la vía de la falta de regulación o la sobrerregulación. En la gran mayoría de los casos los desequilibrios vienen dados por la inexistencia de la información perfecta que suponen los modelos neoclásicos de ciclo real. Así pues, las reacciones de los agentes de la economía se verán alteradas por señales erróneas (modelo de las islas de Lucas y la teoría austriaca de las malas inversiones).

## **5. Factores que amplifican o profundizan las fluctuaciones cíclicas**

Responden a la pregunta de cuáles son los factores que permiten la perpetuación de los ciclos. Puede hablarse de la inestabilidad intrínseca del mercado (Minsky, Marx), el desempleo crónico de los recursos (Keynes), la información imperfecta de los agentes (Lucas), el ritmo asimétrico de crecimiento en la oferta monetaria con respecto a la producción (Friedman), la desviación en las preferencias temporales por la vía de alteraciones en la tasa de interés (escuela austriaca).

## **El debate entre los ciclos monetarios y reales**

La preocupación del presente estudio recae en el ciclo económico como un fenómeno de características endógenas y monetarias. Lo dicho no implica en forma alguna que las teorías del ciclo real sean incorrectas o que nunca tengan cabida en el análisis de la realidad. Por el contrario, estas fluctuaciones constituyen una parte integral del proceso productivo e históricamente fueron las de mayor recurrencia en las economías que no habían completado la transición hacia el capitalismo industrial. Incluso si se observa desde una perspectiva contemporánea, donde la financiarización<sup>10</sup> ha alcanzado casi todos los rincones de este mundo

---

<sup>10</sup> Por financiarización nos referimos a la dependencia creciente en factores no ligados a la producción o las manufacturas. En este punto entran las opciones bursátiles, el manejo de riesgo, la especulación, entre otros.

civilizado inserto en los procesos globales, el efecto de los shocks reales y, por ende, exógenos se deja sentir a nivel local.

Considérese una economía a pequeña escala. Sería absurdo postular que una caída en la productividad de los sectores agrícolas, con el consecuente empobrecimiento de su población, es siempre un fenómeno monetario. ¿Qué papel jugaría la tasa de interés en una economía mayormente agrícola, autónoma y de subsistencia? Podría aducirse que, dado el nivel de apertura e interconexión entre las economías contemporáneas, es del todo posible que las perturbaciones monetarias en los centros del poder financiero se traduzcan en una caída tanto en la demanda como en la financiación de los sectores periféricos. En tal caso hablaríamos de un shock externo sobre una economía local. La crisis no se habría gestado al interior, sino que se esparció a manera de contagio.<sup>11</sup>

Si suponemos que esta comunidad subsiste por sí misma o que comercia únicamente con otras donde se observe un nivel similar de desarrollo, resulta difícil, si no es que imposible, aducir cualesquiera de sus crisis y periodos de auge al estado de la moneda. Plantear esta clase de escenarios no está fuera de la realidad. Hoy en día no son pocas las regiones del mundo que operan en la periferia y que no cuentan ni con un sistema productivo ni financiero robusto. Para ellos una sequía es más dolorosa que un bajón artificial en las tasas de interés. Por lo tanto, sería erróneo suponer que las teorías endógenas del ciclo económico constituyen una teoría general de la acción humana.

Derivado de estas consideraciones es que estamos en contra de la creencia neoclásica análoga. Tampoco es cierto que el grueso de las perturbaciones cíclicas tenga un origen real y exógeno, ni que expresen procesos de equilibrio. La aseveración neoclásica que aquí se rechaza descansa sobre una serie de premisas dudosas: 1) el dinero es neutral tanto a corto como a largo plazo; 2) la información es perfecta; 3) la competencia también lo es, por lo que los mercados se vacían

---

<sup>11</sup> Ejemplo de ello es la crisis *subprime*, cuyo origen estuvo en el sistema monetario estadounidense. El estallido de la burbuja con la consecuente recesión económica propagó sus efectos hacia las economías dependientes. Podría hablarse de una debilidad estructural del tercer mundo frente al primero, pero no de que la crisis se haya gestado al interior de las economías periféricas.



constantemente; 4) los precios son flexibles; 5) la economía, ultimadamente, gravita en torno al equilibrio.

Contra la visión neoclásica se intentará mostrar que en la realidad sucede lo contrario. Suponemos que la inestabilidad constituye un componente característico de los procesos económicos, que los agentes cometen errores debido a que la información nunca es perfecta y que las alteraciones en la masa monetaria pueden y de hecho inducen cambios en los niveles de producción. Se asume, junto con Mises (1922), que el cálculo económico se vuelve más complejo y, por lo tanto falible, a medida que incrementa la centralización. El mercado se autorregula en el contexto de la información que reciben sus agentes.

A continuación, y sin ánimos de ser exhaustivos, se presentará un breve panorama de los principales modelos que resultan relevantes al interés discursivo de esta tesis. Más que un paseo por la historia del pensamiento económico, el propósito último es determinar cuáles son los correlatos prácticos de las distintas observaciones teóricas. Considérese que tanto la teoría neoclásica, la monetarista y la austriaca se enmarcan dentro del gran paradigma marginalista. Sin embargo las conclusiones a las que llegan y las políticas que proponen difieren sustancialmente.

Pensemos en el problema de la inflación y del desempleo en el contexto de las recesiones. Durante buena parte del siglo XX las políticas anticíclicas de los gobiernos occidentales se basaron en el supuesto de que, para todo momento, se verificaba la hipótesis de la curva de Phillips. Este modelo indica que entre la inflación y el desempleo hay una relación inversa. Un aumento en la masa monetaria, con el consecuente aumento de la inflación, se traduciría en mayores niveles de ocupación. Sin embargo la experiencia de los años 70 mostró que la estanflación (inflación con desempleo) no sólo era una extravagancia teórica, sino un problema verdadero que contradecía a los modelos en su propia cara. ¿Cómo impulsar la economía en tiempos de crisis si los mecanismos tradicionales de política económica se han agotado?, se preguntaban los keynesianos.

Asumiendo expectativas racionales, Friedman y Phelps mostraron que en el largo plazo no se corrobora la hipótesis de la curva de Phillips. La razón está en que existe un rezago entre la información que lanza el mercado y la que reciben y procesan los agentes. Conforme pasa el

tiempo, los actores, antes racionales, aprenden a ajustar sus previsiones los cambios de política monetaria. Los trabajadores demandan salarios más altos. Los productores, para no incurrir en pérdidas, dejan de contratar. La producción no aumenta conforme al ritmo de crecimiento de los precios. La economía tiende entonces a su nivel natural de desempleo, pero ahora con el resabio de una mayor inflación.

El corolario de política económica es evidente: dado que los agentes son racionales, las políticas inflacionistas resultan inviables para frenar el desempleo. La caída en el precio real de la fuerza de trabajo no bastará para persuadir a los empresarios a que contraten más trabajadores y aumenten la productividad. Deberán buscarse otras medidas para combatir los efectos del ciclo económico. Friedman alegaría la necesidad de liberalizar el mercado de trabajo, flexibilizar los precios y hacer crecer la oferta monetaria al ritmo con que crece el producto agregado.

Se evidencia la limitación del enfoque de Phillips, pero también el de la escuela neoclásica. El propio Friedman se ve en la necesidad de relajar uno de los supuestos centrales de la teoría tradicional. Si el dinero fuera neutral en todo momento y los ciclos tuvieran una naturaleza exógena, no se explicaría por qué en el corto plazo las variaciones en la masa monetaria sí afectan las decisiones de producción. Recuérdese que la curva de Phillips ajustada por las expectativas opera en el largo plazo. En el corto, debido a lo que Friedman denomina “la ilusión monetaria”, los agentes se ven impelidos a tomar decisiones incorrectas que no se corrigen sino hasta una etapa más avanzada del ciclo.

De estas severas limitantes y de las observaciones empíricas surge la necesidad de elaborar modelos de información imperfecta y asimétrica. Los actores en el modelo de Friedman cuentan con el consuelo de sus expectativas racionales. Saben que en el futuro podrán prever las políticas engañosas de la autoridad central.

No sucede lo mismo en los modelos de la escuela austriaca. Mises, Hayek y Garrison elaboran modelos de ciclo económico en los que, a consecuencia de las manipulaciones en la masa monetaria, los agentes no pueden ajustar a tiempo sus expectativas, de modo que las decisiones de producción se verán afectadas tanto en el corto, como en el mediano y a veces en el largo plazo, resultando en inversiones subóptimas con respecto a aquellas que hubieran adoptado en caso de contar con información plena. Sus acciones, sin embargo, son racionales: el mercado, a

través de la tasa de interés, les indica que ellos deben invertir o ahorrar más, y ellos obedecen la señal.

## Los ciclos económicos endógenos

La razón de que se haya elegido enmarcar el presente estudio en el contexto de los ciclos endógenos y monetarios obedece a que, de este modo, queda implícita la hipótesis de nuestra investigación. Esto es, que *las economías de mercado, con grados distintos de intervención, son necesariamente inestables, que los auges son insostenibles y que las crisis son un rasgo característico del sistema.*

¿Por qué son inherentemente inestables? ¿Es posible revertir estas tendencias o los hacedores de políticas públicas han de resignarse a su inevitabilidad y a tratar de mitigar los efectos negativos del ciclo y administrar la bonanza? Estas son las dos grandes preguntas que, en el terreno de la praxis, surgen cuando se acepta la premisa de las crisis como un fenómeno de carácter endógeno. Una tercera duda, que es la que se plantearían quienes abjuraron del paradigma de mercado<sup>12</sup>, es si vale la pena salvar el sistema. Para ellos la respuesta sería un no categórico. La conclusión lógica que se sigue de tal negativa es que habría que replantear el modo de producción. Esta no es nuestra opinión, y aunque lo fuera nuestro interés principal radica en entender por qué ocurren tales fluctuaciones en las economías capitalistas.

---

<sup>12</sup> Ante todo nos referimos a los marxistas. En ánimos de ser exhaustivos podríamos mencionar a los autores de las diversas teorías críticas y heterodoxas. Consideramos que los planteamientos de muchos de estos autores contienen un claro bagaje marxista o a veces están desprovistos de un cuerpo teórico sólido en materia de economía. Las escuelas posmodernas, desde Lyotard y los postestructuralistas franceses, pasando por la escuela de Frankfurt y los altermundistas de finales de siglo XX, se interesan más por las cuestiones de discurso que por el planteamiento de teorías sólidas, toda vez que una teoría unificada constituiría un metarralto hegemónico contrario al espíritu hiperrelativista de estos pensadores. Por lo general, se conforman con el cooperativismo y distintos tipos de socialismo a escala local. Salvando el caso del mutualismo proudhoniano (apenas formalizado y continuado, dicho sea de paso), los teóricos del anarquismo no suelen contar con una teoría económica bien desarrollada, por lo que sus críticas a la estructura capitalista o bien descansan sobre argumentos éticos o se apoyan, de nuevo, en análisis de talante marxista. En el polo opuesto, los fascistas y los nacionalsocialistas derrotados adolecen también de la carencia de una teoría económica propia. Las recomendaciones de la tercera posición combinan elementos de propiedad privada con planificación central. Son, a lo sumo, retazos de desarrollos teóricos más completos. Autores como Dugin, que creen haber elaborado una nueva teoría política [ver (The Fourth Political Theory, 2012)], no se molestan siquiera en plantear una alternativa concreta a la economía de mercado que dicen aborrecer. Sus consideraciones se circunscriben a la filosofía política.

Pero defender la pertinencia de la propiedad privada y los intercambios libres requiere de un trabajo de autocrítica. Como tal, debemos responder un par de preguntas adicionales: ¿qué estructuras son nocivas para el funcionamiento coherente del mercado?, ¿qué se debe hacer con ellas? ¿Abolirlas, reformarlas, regularlas? Estudiar la naturaleza del ciclo económico permitirá echar luces sobre tales cuestiones.

Caso contrario, tendríamos, en efecto, que resignarnos a la idea de un futuro en crisis perpetua, siendo cada fluctuación peor que la anterior. Las previsiones de un mañana semejante serían una estructura productiva en declive, generalización de la miseria y el retorno a una economía de subsistencia. En el más amable de los casos, el destino último de las economías sería la convergencia hacia un gris estancamiento, con la posibilidad de que aún en este periodo inoperante siga habiendo fluctuaciones que, en última instancia, continúen con la erosión de los fundamentos reales de la economía.

Resuenan aquí las ideas de Schumpeter, que en su obra magna de 1942, *Capitalismo, socialismo y democracia*, preveía no tanto la implosión sino el enfriamiento final de las economías capitalistas. Los pensadores liberales sostienen que contra la negatividad de Schumpeter se debe destacar la iniciativa que caracteriza la acción humana. En otras palabras, la hipótesis del enfriamiento perdería validez si se sostiene el supuesto de que las economías de mercado no intervenidas tienden naturalmente, si no al equilibrio, por lo menos a un crecimiento sostenido.

Es válido preguntarse, junto con Schumpeter, los marxistas y otros economistas heterodoxos, si acaso existen las bases teóricas y empíricas para pensar que, dadas las condiciones adecuadas de libertad de competencia y Estado mínimo, el crecimiento sostenible del mercado es una posibilidad auténtica y no una quimera. No siendo así, entonces la filosofía liberal y todo análisis económico que se desprenda de ésta resultará, en el mejor de los casos, un compendio de buenos deseos. En el peor, una ruina filosófica que le habría costado siglos de desigualdad e injusticia a la humanidad.

Reflexionar sobre las cuestiones del ciclo es también poner el dedo en la llaga de la historia. ¿Es posible salvar al capitalismo de sus vicios?, ¿es deseable hacerlo?, ¿o la tarea de corregir al paso sus falencias resulta tan vana como pernicioso para el buen desarrollo de la sociedad? Una visión integral de la economía en tanto que ciencia social y estudio de lo humano conmina a

comprender el arte del análisis como algo más que una labor descriptiva. En sus orígenes, la concepción de la economía política llevaba implícito un sello moral.

Los hombres y las sociedades son más que datos, hojas de balance y datos macroeconómicos. De ahí que la elaboración de teorías que exploren los procesos sociales en su conjunto devenga un imperativo ético. Es precisamente el reduccionismo a la observación de los datos y de las variables lo que ha terminado por vulgarizar los análisis económicos del último siglo. Como si el precio que hay que pagar por la elegancia matemática fuese el espíritu humano subyacente a la ciencia económica.

En ese tenor crítico, el objetivo de esta tesis no es tanto exponer el modelo austriaco de los ciclos económicos, con la pretensión de proclamar su infalibilidad, como someterlo a escrutinio y contrastarlo con otras explicaciones del fenómeno en cuestión. Se tomarán como referencia modelos ortodoxos y aquellos que rechazan categóricamente el modo de producción capitalista. Encontraremos que entre las visiones elegidas existe un punto de común acuerdo: existen elementos internos, propios del sistema (institucionales, jurídicos, monetarios, dialécticos incluso), que impiden el funcionamiento pleno del mercado.

## **La dinámica fatal del capitalismo**

En el contexto de la Modernidad<sup>13</sup>, pueden trazarse una serie de metadebates intergeneracionales sobre el quehacer económico. Nos referimos, primero, a las discusiones en el seno de la economía clásica. En esta etapa aparecen nombres como Adam Smith, Hume o David Ricardo. La primera gran escisión llegaría con Marx, cuyo propósito no se circunscribía a confeccionar únicamente una retórica anticapitalista sino a dotar de carácter científico a la economía política.

La segunda reacción llegaría de parte de los marginalista, con Menger, Jevons y Walras a la cabeza. Ellos y sus herederos serán quienes tomen la batuta hasta que la Gran Depresión les ponga un freno. Ante los nuevos desafíos del occidente capitalista, Keynes emergerá como la

---

<sup>13</sup> Por Modernidad entendemos el periodo de Occidente que se inaugura tras la Revolución Francesa.

voz cantante. La hegemonía keynesiana durará hasta bien entrados los años setenta. Una nueva crisis será el telón que sirva de fondo al surgimiento de la nueva macroeconomía clásica.

Al margen de los debates entre keynesianos, neoclásicos, monetaristas y austriacos, la crítica marxista sigue desarrollándose por cuenta propia y con aceptación variable. No es pretensión del presente trabajo realizar un estudio pormenorizado de la situación académica a lo largo del siglo XX. Baste decir que, si se trata de buscar un enfoque dominante, habría que enfocarse en el *mainstream*. Ciertamente, ni Marx ni sus continuadores pertenecían a esta corriente.

Pero tampoco eran parias. Las universidades públicas, sobre todo aquellas del mundo hispano, vieron el florecimiento de teorías alternativas a aquellas de los consensos keynesiano y neoclásico. En muchos casos, para los análisis heterodoxos la pregunta no es qué puede hacerse para salvar o mejorar al capitalismo, sino qué alternativas existen y cómo se lo puede superar.

La literatura académica tiende a ser endogámica. Cuando se habla de ciclo económico es común que tanto los keynesianos como los neoclásicos solo se referencien a sí mismos. Aquí argumentamos que una revisión honesta al problema de las fluctuaciones del mercado debe tomar en cuenta lo que se ha dicho desde la orilla opuesta del debate económico. Entender el origen del ciclo no como un vaivén fortuito, y evitable, del producto a lo largo del tiempo, sino como una característica que es inherente a su misma lógica.

Dicho de otra forma. No acotar la categoría de «ciclo endógeno» a una noción monetaria, sino entender el término endógeno en su más amplia acepción. Así postulamos que se tiene por enfoque de carácter endógeno el de aquellas teorías y modelos que reconocen que las perturbaciones pueden deberse tanto a factores estructurales como sistémicos de la economía.

Si una teoría postula que el capitalismo es inviable debido a su tendencia intrínseca a la inestabilidad, y para explicarlo elabora un cuerpo teórico coherente, entonces podrá decirse que su modelo de las crisis es de carácter endógeno.

A continuación se presenta, a grandes rasgos, dos enfoques que ejemplifican la postura hasta aquí descrita: el marxismo y el modelo general de Kalecki. Desde luego, los enfoques que

conciben al capitalismo como una realidad inestable y en contradicción perpetua no se reducen a estos dos. Nos parece que un estudio más amplio del tema merecería una tesis aparte.

## **Marx y los ciclos económicos**

El marxismo satisface la definición que hemos adelantado al elaborar un planteamiento en el cual el carácter fluctuante de la economía capitalista responde a factores que le son propios a su naturaleza.

Entender los mecanismos de la explotación permite comprender el carácter expansivo pero también autodestructivo del capitalismo. Se habla de un modo de producción cuyo destino es el colapso debido a que, dentro de él, operan fuerzas que se contradicen las unas a las otras. Una particularidad del enfoque marxista está en que la historia se revela como creación continua. Ahí donde la economía convencional se preocupa por la administración de la crisis, Marx desentraña la gramática del colapso último.

El materialismo dialéctico ofrece un marco de referencia en el cual el modo de producción capitalista deja de ser la frontera última para volverse una etapa más en la evolución humana. Marx pretendió ver el conflicto de clases como el motor de los acontecimientos. La crítica a la economía política se hacía necesaria toda vez que, mediante su articulación, se despertaba la conciencia de clase. Sin ella, el trabajador puede fácilmente olvidarse de que es explotado sin otro fin que ampliar las ganancias de la clase que detenta los medios de producción.

En los estadios avanzados de la dinámica capitalista se llega a lo que Marx denominó la subsunción real: el capital no sólo ha alterado la forma de producción y explotación, evidentes ya bajo la figura de la extracción de plusvalor absoluto, sino que ahora se ha abierto paso en la historia trastocando los fundamentos mismos de la vida social. El capital se vuelve la realidad, se erige como un todo inescapable.

El hombre que se autoemplea o aquellos que se unen para producir bajo una lógica cooperativa, aunque resisten a la lógica del mercado, siguen insertos en un mundo de relaciones capitalistas. Dependen, de una forma u otra, del mercado, del Estado burgués y tentacular que todo lo abarca, del dinero. Y están aquellos que no son capaces ya de contemplar el panorama. No reconocen

las cadenas e incluso defienden a los explotadores y se prestan a la defensa y el enaltecimiento del sistema económico. Habiendo llegado a este punto del desarrollo capitalista, a la clase cautiva le basta con tener un salario que cubra las necesidades de subsistencia, algún tiempo de ocio y una amplia gama de mercancías a elegir.<sup>14</sup>

En la fórmula M-C-M' Marx reconoce que el propósito básico del capitalismo es ampliar la producción. Con el aumento de la productividad incrementan las ganancias. A medida que el trabajo se vuelve más eficiente el capitalista puede apropiarse de una cantidad cada vez mayor del plusvalor generado en el proceso laboral. Este proceso, en opinión de Marx, contiene las semillas de su propia destrucción.

El capitalismo se desarrolla bajo la premisa de que no hay límite en la expansión de las fuerzas productivas. Basándose en esta lógica, las voluntades capitalistas se ven impelidas a buscar tasas de ganancia cada vez más grandes. Para ello deberán idear maneras eficientes de extraer plusvalías extraordinarias. El aumento de la productividad, por la vía del reemplazo de la mano de obra por equipo de capital, permite al capitalista inundar el mercado con mercancías a ritmos crecientes. Marx arguye que este proceso es insostenible.

Las empresas más eficientes tenderán a contratar el mínimo de trabajadores con tal de abaratar sus costos. La terminología neoclásica diría que el análisis marxista reconoce, y con bastante claridad, que los productores buscan maximizar sus funciones de beneficio por medio de la minimización del coste.

Marx argumentaría que la competencia no es, en rigor, un asunto de libre elección. El productor, si quiere mantener vivo su negocio, debe ser parte activa de la carrera productiva. Está subsumido a una lógica que, como se ha mencionado ya, deviene inescapable. En vernáculo, se diría que el capitalista, creyéndose libre, afronta una encrucijada fatal: matar o morir. Así, en el

---

<sup>14</sup> Ya en 1867 Marx hablaba del fetichismo de la mercancía como un fenómeno que apartaba al obrero de su propia dimensión histórica: rendido al objeto, a lo que se produjo y circuló en el mercado gracias al valor que le fue extraído en la jornada laboral, el trabajador obnubilado se rinde a la banal satisfacción de tener entre las manos una prueba de que su esfuerzo parece haber sido recompensado (ver: *El Capital*, capítulo I, sección 4). Un siglo más tarde Herbert Marcuse iniciaba su ya clásico estudio con una frase que ha pasado a la historia: «Una ausencia de libertad cómoda, suave, razonable y democrática, señal de progreso técnico, prevalece en la sociedad industrial avanzada» y concluye que «se hace tanto más difícil pasar de esta forma de vida en cuanto que la satisfacción aumenta en función de la masa de mercancías [...]. Ésta es la función social del nivel de vida creciente a las formas racionalizadas de la dominación» (*El hombre unidimensional*, 1964, págs. 21-34).



afán de hallar métodos eficientes de maximizar el beneficio, el capitalista tendrá que innovar, aumentar sus inversiones, contratar créditos, sin saber que en el proceso estará engrosando *de facto* al ejército de reserva.

El análisis marxista tradicional no es del todo ignorante del carácter heterogéneo e intertemporal del capital. Marx intuía lo que Keynes, casado con sus agregados macroeconómicos, jamás terminó de entender y lo que, décadas más tarde, Hayek llamaría el efecto Ricardo<sup>15</sup>: la posibilidad de maximizar beneficios sustituyendo mano de obra por equipo de capital aún cuando los ingresos permanecen fijos. Sin embargo, Marx no alcanzó a ver que este desplazamiento de trabajadores no implicaba necesariamente un aumento general del paro. En la concepción del alemán, el desenfreno de los capitalistas por maximizar su tasa de ganancia reducirá los incentivos a contratar más trabajadores. Hayek entiende lo contrario: en un ambiente de inversiones crecientes, los trabajadores de los sectores asociados a la producción de bienes de consumo serán desplazado hacia aquellas industrias cercanas a las primeras etapas de la producción (extracción de materiales, refinación, construcción de equipo, etcétera).<sup>16</sup>

Marx no admitiría la objeción hayekiana. Quizá sea cierto que existe la tendencia a trasladar trabajadores de un sector a otro, sin embargo mientras más eficiente es la producción menor será el número absoluto de trabajadores en el proceso productivo. El ejército de reserva, en términos absolutos, tendrá que aumentar a una tasa mayor de la que crece el empleo en los sectores en auge.

A ojos del análisis marxista, el interés del capitalista no está en alimentar más bocas que la suya. Dado que las ganancias no son, en sentido estricto, función del diferencial entre ingresos y costos sino del plusvalor extraído, el capitalista está irremediabilmente atrapado en una lógica competitiva que lo obligará a tomar medidas que, en el largo plazo, se volverán contra sus ambiciones.

---

<sup>15</sup> Véase el apartado *La estructura del capital hayekiana* para un tratamiento más extenso del tema.

<sup>16</sup> La crítica usual es que los trabajadores que han sido expulsados no cuentan con la cualificación necesaria para trasladarse de un sector a otro. Esto puede ser cierto, sin embargo Hayek asume que el vuelco hacia la inversión en los sectores primarios tendrá un efecto de arrastre sobre las ofertas y demandas de trabajo. En terminología marxista, el ejército de reserva no tendría por qué ampliarse puesto que los industriales del sector en auge tendrán que echar mano de los trabajadores que, hasta antes, se encontraban ociosos.

La carrera por dominar mercados estará signada por un cambio drástico en la composición orgánica del capital. Las innovaciones tecnológicas, propias del desarrollo capitalista, no harán sino acelerar este proceso cuyo fin no puede ser otro que el colapso en la tasa de ganancia.

Sean [1]  $G' = \frac{P}{C+V}$  la tasa de ganancia; [2]  $P' = \frac{P}{V}$  la tasa de plusvalor; [3]  $O' = \frac{C}{V}$  la composición orgánica del capital, donde C es el capital constante y V el capital variable. Despejando [3], se obtiene que C (máquinas, equipo de capital fijo) será el producto de la composición orgánica y del capital variable (trabajadores). Haciendo las sustituciones correspondientes, se tiene que  $G' = \frac{P'V}{O'V+V}$ . Factorizando y simplificando se llega a que la tasa de ganancia puede expresarse como  $G' = \frac{P'}{O'+1}$ . De modo que a medida que aumenta la tasa de plusvalía crece la tasa de ganancia e, inversamente, cuando aumenta la composición orgánica del capital (el capital constante crece más que el capital variable) se reduce la tasa de ganancia.

En este punto del proceso el mercado se halla ante una situación de precios bajos, alto desempleo, sobreproducción y subconsumo. La demanda de bienes finales no puede sostenerse debido al progresivo empobrecimiento de los trabajadores desplazados a consecuencia del cambio en la composición orgánica del capital. Como resultado, se reducen las ganancias de los capitalistas.

A través de la ley de la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, que acabamos de describir, Marx esbozó una teoría del ciclo económico. La conclusión a la que se llega es que el mismo espíritu innovador y competitivo del capitalismo cifra su eventual colapso. La suya es una teoría endógena en tanto que adscribe las causas del ciclo a la lógica inherente del modo de producción capitalista. Por otro lado, es claro que en la ortodoxia marxista el ciclo se expresa como un fenómeno de carácter real, dado que no inicia en la esfera monetaria sino en el proceso productivo.

Creemos que Marx no sería ciego a las consecuencias de una política monetaria expansionista sobre el comportamiento de los empresarios. Varias notas en su obran dan cuenta de ello. En el tomo III expresa una noción que es consistente con muchos de los monetarios, incluido el austriaco que en este trabajo pretende explorarse. Esto es, la idea de que los periodos de auge

están aparejados por tasas de interés bajas que incentivan la sobreinversión y la consecuente sobreproducción:

Si se consideran los ciclos de rotación dentro de los cuales se mueve la industria moderna -estado de reposo, creciente animación, prosperidad, sobreproducción, crisis catastrófica, estancamiento, estado de reposo, etc- ... se descubrirá que mayormente un bajo nivel del interés corresponde a los períodos de prosperidad o de ganancias extraordinarias, el ascenso del interés corresponde a la línea divisoria entre la prosperidad y su trastocamiento, mientras que el máximo del interés hasta el nivel extremo de la usura corresponde a la crisis» (p. 460).

El que no pueda hablarse de una teoría marxista de los ciclos económicos en tanto que fenómenos estrictamente monetarios se halla en el núcleo de la teoría del valor-trabajo. Ésta es la que fundamenta el argumento marxista de la explotación bajo el capitalismo. Todo dinero encerrará la forma de las relaciones de explotación. El interés, de acuerdo con Marx, es un componente del plusvalor. Cabe mencionar que las variaciones en la fijación de los tipos de interés tienen que ver menos con el *trade-off* intertemporal entre las decisiones de ahorro e inversión por parte de los consumidores que con el monto de acumulación, en forma de ahorro, de las empresas.

En ánimo de ser precisos, la dicotomía esfera real-esfera monetaria no constituye, en sentido estricto, una categoría válida en el ámbito marxista. Partiendo de la teoría del valor y de los esquemas de reproducción analizados en el tomo I de *El Capital*, el dinero no es mera representación o convención social, como pensarían los proponentes de la teoría fiduciaria, sino materialización de los valores. Vemos que puede usarse como medio de intercambio (M – D – M) y como parte integral del proceso de producción bajo la forma D – M – P – M' – D', donde el dinero adopta función de capital o capital dinerario. Marx advierte que, cualesquiera que sean las expresiones del dinero, debe recordarse que todas entrañan en cuanto tales las claves del desarrollo capitalista. Un desarrollo que está signado por las relaciones de explotación. Puede concluirse que, en la obra de Marx, el dinero no es una variable exógena, sino integral de la dinámica misma del sistema. El capitalismo es necesariamente dinerario.

## Kalecki y la paradoja de la inversión

La noción del capitalismo como un sistema inherentemente inestable no es privativa del análisis de Marx. Mencionábamos ya el caso de Schumpeter, pero no se ha hablado aún de otro género de críticas heterodoxas, como tampoco del keynesianismo —al que consideramos como parte del *mainstream*, si no es que el paradigma dominante en las academias—. Si nos apegamos a la historia, habría que reconocer a Michał Kalecki como uno de los primeros en estudiar a fondo las cuestiones del ciclo económico dentro de un paradigma analítico que concebía al modo de producción capitalista como un sistema inestable e insostenible. Asimismo, es justo considerar a Kalecki como el pionero en los estudios de la demanda efectiva.<sup>17</sup>

Contrástese la postura del polaco con aquella de su colega de Cambridge. Keynes, sin duda el más destacado de los críticos del enfoque liberal —ya sólo por su preminencia en los círculos políticos y académicos, y no tanto por la profundidad de su pensamiento—, estaba menos interesado en la superación histórica del capitalismo que en descubrir los mecanismos que impedían su marcha. La desocupación crónica de los recursos, el subconsumo como trasunto de las crisis recurrentes de la economía y la psicología de masas que parecía coordinarse sólo para gestar el caos financiero fueron los grandes temas que preocuparon a Keynes cuando se encontraba redactando su *magnum opus*.

Pero en ninguna de las páginas de *La teoría general de la ocupación y el crédito* pueden encontrarse cuestionamientos de índole histórico a la pertinencia del capitalismo en cuanto que paradigma dominante de las relaciones sociales de producción. Keynes era, en suma, un técnico que aunque se rebelaba al saber compartido de la hegemonía walrasiana había bebido de las aguas del marginalismo y su teoría subjetiva del valor. Si había injusticias o sombras de explotación en la vida cotidiana, se debía más al carácter ineficiente de los mercados, y acaso también a los espíritus animales de sus agentes, y menos al espíritu inmanente a la superestructura.

---

<sup>17</sup> Mérito que, tradicionalmente, se adjudicaba a Keynes. Sin embargo, la obra de Kalecki fue concebida unos cuantos años de que su colega de Cambridge publicara (ver *An Essay on the Theory of the Business Cycle*, 1933), el año 1936, *La teoría general de la ocupación y el crédito*. Le hegemonía del idioma inglés frente a la discreción del polaco conspiraron para que la obra de Kalecki permaneciera en relativa oscuridad durante décadas. No fue sino hasta 1990 que el conjunto de su obra salió a la luz.

Para Kalecki, en consonancia con Marx, el capitalismo no solo es inestable sino que existe y se desarrolla por las fuerzas de sus contradicciones. El polaco defenderá la necesidad de incorporar a los modelos variables que describan el carácter dialéctico de la realidad. No es capricho ni hecho fortuito que, dentro de las ecuaciones de Kalecki, la división entre la clase capitalista y la clase obrera funja un rol protagónico.

Los precios en la teoría de Kalecki no están determinados tanto por la interacción entre la oferta y la demanda como por los costos y la participación del mercado de las empresas en la economía global. Dicho de otro modo, el análisis kaleckiano supone un capitalismo oligopólico en el que las empresas, y no las fuerzas del mercado, determinan los precios.

Considérese la siguiente ecuación:  $p = m \cdot u + n\bar{p}$ , donde  $u$  son los costos directos unitarios de la empresa,  $m$  es el grado de monopolio y  $\bar{p}$  es el promedio de los precios de productos similares. Esta expresión puede generalizarse para la economía en su conjunto, de modo que  $\bar{p} = m \cdot \bar{u} + n\bar{p}$ . Agrupando términos y factorizando, tenemos que en el análisis de Kalecki los precios se determinan según la expresión  $\bar{p} = \left(\frac{m}{1-n}\right)\bar{u}$ , siendo el grado de monopolio un factor de suma importancia.

Tanto Keynes como Kalecki coinciden en que el capitalismo opera debajo del pleno empleo. Difieren en las razones. Para Keynes se trata, en última instancia, de un problema de ineficiencia que se expresa a través de vías de contagio tales como las propensiones a consumir de los agentes o de las expectativas. Kalecki razona, junto con Marx, que el capitalismo, para ser coherente con su lógica, necesita de la desocupación. En un entorno de pleno empleo, la economía verá un crecimiento acelerado pero insostenible en la medida en que, el contexto político, hará que los trabajadores presionen a las empresas por salarios más elevados. Esto, en el margen, provocaría la reducción de las ganancias de los capitalistas. En efecto, los beneficios empresariales pueden expresarse como la diferencia entre el trabajo impago (el plusvalor marxista) y los intereses.<sup>18</sup> En términos marxistas, mientras más plusvalía extraordinaria pueda apropiarse el empresario mayores serán sus ganancias. El pleno empleo choca contra los intereses enraizados en la mentalidad capitalista, cuya tendencia nunca es a disminuir la

---

<sup>18</sup> Recordemos que, para Marx, el interés es parte del plusvalor y éste, a su vez, conforma el numerador en la ecuación de la tasa de ganancia.

composición orgánica del capital. Por el contrario, la tendencia, como se ha visto, es a aumentarla de tal forma que el componente constante crezca desproporcionalmente con respecto al capital variable.

Hasta aquí parecería haber una coincidencia plena con Marx, sin embargo para Kalecki no son las ganancias las que determinan la inversión, sino que las decisiones de inversión y consumo determinan las ganancias del capitalista. Esto implica, como también pensaba Keynes, que la inversión se autofinancia. Más aún, si bien Kalecki reconoce la división de clases no muestra mayor interés en la explotación como el corolario de la teoría del valor trabajo. El polaco ubica la explotación en el poder monopólico del capitalista o en el hecho de que éste puede, a través del *mark-up*, determinar los precios. De estas consideraciones surge la idea de que Kalecki representa el puente entre Marx y Keynes.

El siguiente paso es preguntarse cómo se determinan las decisiones de inversión. Kalecki (1956) asume que la tasa de decisiones de inversión  $D_t$  es una función creciente del ahorro bruto  $S$ , de la tasa de variación del nivel de ganancias  $P$  y función decreciente de la tasa de variación del stock de capital  $K$ . En forma matemática, se tiene:

$$D = aS + b \frac{\Delta P}{\Delta t} - c \frac{\Delta K}{\Delta t} + d$$

donde  $d$  es una constante sujeta a cambios a lo largo del tiempo.

Kalecki sostiene que las decisiones de inversión equivalen a la inversión en capital fijo, por lo que la expresión anterior puede expresarse en términos de  $F$ :

$$F_{t+r} = aS + b \frac{\Delta P}{\Delta t} - c \frac{\Delta K}{\Delta t} + d$$

El subíndice  $(t + r)$  expresa el tiempo entre las decisiones de invertir y la inversión final. Como puede constatar, se trata de un modelo dinámico en el cual las inversiones están determinadas por eventos pasados en el ciclo económico.

Nótese que debido a que las decisiones de inversión son una función negativa de las variaciones en el stock de capital el modelo sugiere que la causa última de los ciclos económicos son las

variaciones en la inversión. Tautológico como suena, Kalecki intenta llamar la atención sobre la naturaleza inestable del capitalismo. La pregunta que emerge es la siguiente: ¿por qué los empresarios no seguirían aumentando la inversión?

La respuesta se oculta en la naturaleza dinámica del enfoque kaleckiano. Las decisiones en el periodo  $t - 1$  inciden en la inversión futura. A medida que la inversión aumenta durante los periodos de auge, en parte por la autofinanciación expresada como  $aS$ , más grande se vuelve el componente  $\frac{\Delta K}{\Delta t}$  y más poderosos sus efectos procíclicos. Kalecki desarrolla un modelo de crecimiento insostenible. En cierto modo, el auge capitalista se cancela a sí mismo mediante las fuerzas que, en primer lugar, lo ponen en movimiento.<sup>19</sup>

## **La revolución keynesiana**

Hasta el momento Keynes ha sido presencia que proyecta su sombra a lo largo y ancho de la presente investigación, y lo seguirá siendo en la medida en que su irrupción en la arena del pensamiento económico fue un vendaval cuya fuerza se dejaría sentir en las décadas por venir. John Maynard Keynes, el intelectual, no aparece en la historia como Marx. Su intención, hemos dicho ya, no es examinar la miseria del capitalismo a fin de proponer una vía de escape a él. En todo caso, sus ideas fueron vistas como el aliento que necesitaba el Occidente capitalista de cara a la amenaza que suponía la creciente popularidad del socialismo.

La Gran Depresión había puesto en tela de duda todo lo que previamente se tenía por cierto. El pensamiento del inglés reconoce que las fuerzas del mercado no son infalibles y que el estado crónico de las economías capitalistas está signado por la rigidez de los precios, tanto en el mercado de bienes como en el mercado de trabajo, y la desocupación. El resultado, una tendencia a la inestabilidad y, sobre todo, a la depresión.

Con todo, Keynes no subvierte el capitalismo, sino que pretende darle un último aliento. La receta ya se conoce: gasto público para incentivar la demanda agregada y desencadenar los efectos multiplicadores de la inversión. En las siguientes líneas se ofrecerá un esbozo del

---

<sup>19</sup> Desde la perspectiva marxista, parecería claro que la proposición de Kalecki tendría sentido en la medida en que se relaciona con la ley general de la caída en la tasa de ganancia. Tendencia inescapable del capitalismo como consecuencia de cambios en la composición orgánica.

pensamiento de Keynes, sin dejar de atender el problema que nos ocupa: la génesis de los ciclos económicos.

En el ámbito de la economía clásica se asumían precios flexibles, y es a partir de este supuesto que es posible derivar las condiciones de equilibrio. Keynes responde que en la realidad se observa lo contrario. Las empresas no toman como dados los precios, sino que ellas mismas los fijan. En un contexto de competencia imperfecta, los productores tienen poder de mercado. Es ilógico asumir que, dada esta situación, los equilibrios serán los mismos que aquellos que se darían en un contexto de competencia perfecta.

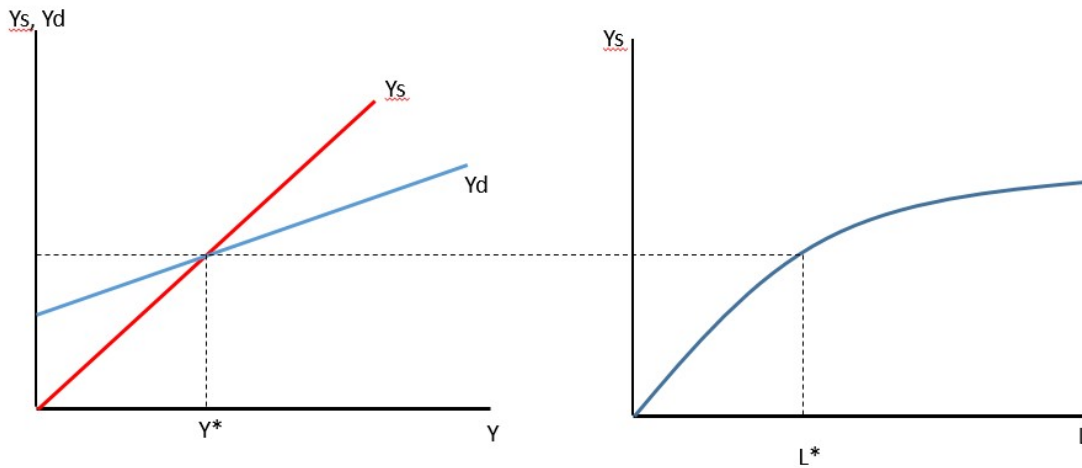
La conclusión a la que llegan los economistas clásicos es que la producción final se determina en el mercado de trabajo. El punto en el que se cruzan la oferta y la demanda laborales señalará cuál debe ser el volumen de lo producido. Dicha proposición es especialmente cierta cuando los precios están dados y las empresas no los pueden modificar. Como corolario a este análisis, se deduce que no existe el desempleo voluntario.

Cuando Keynes afirma que la demanda efectiva determina el producto está subvirtiendo un conocimiento que se mantuvo como dogma durante siglos: se rechaza la ley de Say, según la cual oferta genera su propia demanda, y se postula que lo contrario es cierto. Los productores maximizarán su beneficio en el punto en que su producción coincide con la demanda. Cuando la oferta global es mayor que la demanda las mercancías no se venderán, por lo que los empresarios tendrán que reducir su producción. Si la demanda es mayor que la oferta global, el empresario que busca maximizar beneficios elevará su producción.

Las implicaciones del rechazo a la ley de Say se extienden a la determinación del nivel de empleo. Puesto que la demanda señala a los empresarios cuánto producir, estos deberán encontrar el nivel apropiado de trabajadores. En el análisis keynesiano la situación del mercado laboral depende en última instancia de la demanda efectiva. La figura 3 ofrece una representación gráfica de lo que acabamos de describir:



Figura 3. La demanda agregada, la producción y el empleo



Fuente: Elaboración propia

Si definimos la demanda efectiva como  $Y = C + I$ , el consumo será el ingreso percibido multiplicado por la propensión a consumir, tal que  $C = cY$ . Haciendo las operaciones correspondientes se llega a la siguiente expresión:

$$Y = \frac{1}{(1 - c)} I$$

Nótese que la inversión es el único componente autónomo de la demanda efectiva. Por lo tanto, variaciones en la misma serán la causa primaria de los procesos de contracción y auge del producto.

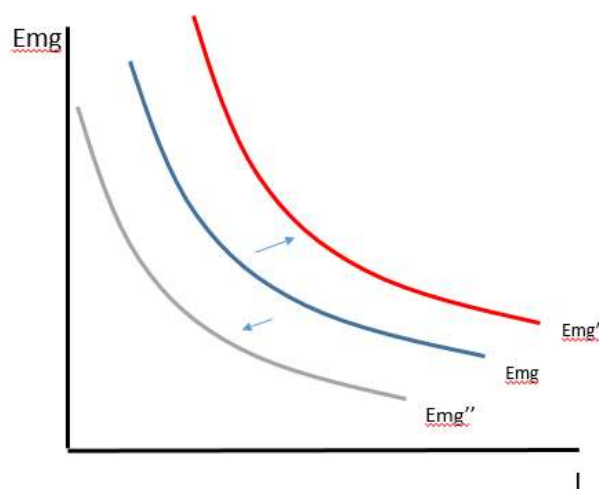
Es claro que la inversión no aparece del éter. Keynes considera que ésta viene determinada por la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés. De modo que  $I = f(E_{mg}, i)$ . Lo que Keynes llama la eficiencia marginal del capital no es otra cosa que la tasa de ganancias esperadas, que podemos anotar como

$$E_{mg} = \frac{P_e}{K}$$

Donde  $P_e$  son las expectativas de ganancias. La adición de esta variable es una de las aportaciones más notables de Keynes, pues rompe con la estática del análisis clásico e incorpora el tiempo.<sup>20</sup> En un ambiente de alta confianza, se espera que las ganancias sean elevadas, por lo que también lo será la eficiencia marginal del capital. La inversión crecerá como resultado de las buenas expectativas. Si, por el contrario, domina el pesimismo, se contraerá la inversión.

Por rendimientos decrecientes,  $E_{mg}$  será decreciente a medida que aumenta la inversión. Sin embargo, una mayor confianza en el futuro hará que la curva se desplace hacia la derecha, con lo cual la demanda efectiva se verá robustecida.

Figura 4. La eficiencia marginal del capital



Fuente: Elaboración propia

Falta por integrar un factor al análisis keynesiano: el mercado de dinero. En este punto se da un segundo cambio paradigmático. En la economía clásica se consideraba que la tasa de interés es el premio por dejar de consumir. El ahorro pasa a ser una función creciente en el mercado de fondos prestables. Así, el ahorro determina la inversión futura.

<sup>20</sup> No es, sin embargo, una aportación del todo original. La estructura del capital, concebida por Böhm-Bawerk, hacía especial énfasis en el componente intertemporal de su estructura. En la línea de la demanda efectiva, Kalecki, como ya hemos visto, asumirá que las decisiones de inversión vienen determinadas por la previsión de beneficio futuro.

Keynes, sin embargo, observa que la preferencia por la liquidez de los agentes responde a tres motivos: la transacción, la precaución y la especulación. La inversión se realiza por el tercer motivo. Se vuelve a incorporar el futuro en la toma de decisiones.

Cuando se observa el modelo en su conjunto y se analiza el componente temporal, resulta evidente que las expectativas alteran los equilibrios en el sistema. El pesimismo generalizado deriva en una menor eficiencia marginal del capital, caída en la inversión, en la demanda, el consumo y el empleo. En opinión de Keynes, no hay nada en el capitalismo que garantice la certidumbre a perpetuidad, por lo que lo común será ver la transición de un estado de auge a uno de crisis.

La tendencia al colapso se ve magnificada por las rigideces propias de la competencia imperfecta. Si las empresas tienen poder de mercado y se niegan a modificar los precios en el corto plazo, entonces lo común será operar con un nivel más elevado de desempleo. Los economistas clásicos recomendaban que en tiempo de crisis se redujeran los salarios reales. En un mundo keynesiano esto no suele suceder con facilidad. Existen contratos laborales, sindicatos y, en la estructura interna de la empresa, costos de rotación.<sup>21</sup>

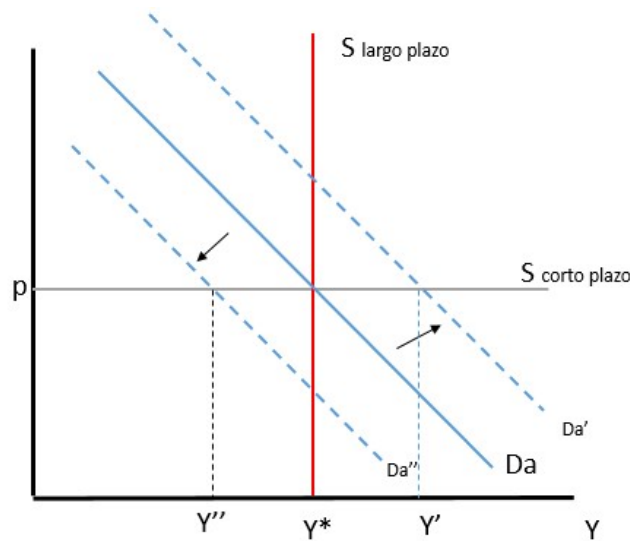
Economistas posteriores a Keynes, que no obstante siguen su línea, hablan de salarios de eficiencia: aquellos que son lo suficientemente altos para mantener cautivos a los trabajadores y que, en teoría, maximizarían su productividad. Este tipo de salario, por definición, será más elevado que el salario de equilibrio clásico, por lo que existirá una brecha entre la cantidad de competencia perfecta y la que maximiza los beneficios empresariales, explicando el desempleo.

Si en el corto plazo los precios son rígidos, entonces la curva de oferta tendería a ser horizontal. La oferta a largo plazo será vertical pues coincide con el nivel de producción. La demanda, por lo tanto, será el único elemento capaz de alterar significativamente el equilibrio del sistema.

---

<sup>21</sup> Es sabido que cambiar personal no es una operación gratuita. Los empresarios que maximizan beneficios preferirían no incurrir en mayores costos.

Figura 5. Choques de demanda con precios rígidos a corto plazo.



Fuente: Elaboración propia

Keynes ofrece pistas para elaborar una teoría del ciclo económico, sin embargo en las páginas de la *Teoría general* no es posible encontrar un análisis riguroso y particular de dicho fenómeno. La intención al escribir su libro fue analizar el comportamiento agregado de la economía capitalista, centrándose sobre todo en el examen discreto de los momentos de crisis. A nuestro entender, una teoría del ciclo económico es un caso particular de la dinámica de un sistema económico con mecanismos de gestación y reproducción que le son propios.

Considérese el caso de una enfermedad. Es posible detectar los síntomas y describirlos uno por uno. Otro tema es hallar la causa subyacente y explicar de qué manera se relacionan. En ese tenor, consideramos que el enfoque keynesiano puede hilvanar un relato coherente del proceso de formación y perpetuación de los ciclos. Tal fue la intención de Hyman Minsky (1992), a nuestro entender el más acabado de los intérpretes keynesianos, al postular su hipótesis de la inestabilidad financiera.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Véase la sección homónima en el apartado de *El crédito y su relación con los ciclos económicos* de esta misma tesis.

Keynes contribuye con un cambio de perspectivas y un nuevo recetario de medidas para evitar la crisis. Si la demanda es la fuerza motriz en los procesos capitalistas, se concluye que el principio normativo de la política económica deberá ser estimularla a como dé lugar. En momentos de incertidumbre y pesimismo los agentes tienden a reducir su preferencia por la liquidez (ahorran más), por lo que el consumo se contrae y la demanda se derrumba. No hay motivos para esperar un cambio espontáneo en las preferencias. Ante la catástrofe, sólo el gasto público podrá reanudar el ciclo y reanimar los espíritus.

### **La nueva macroeconomía clásica, expectativas racionales e información imperfecta**

He argumentado ya que el enfoque keynesiano se convirtió y que, de hecho, sigue siendo el estándar de los estudios académicos y discursos políticos. En un artículo de 2005<sup>23</sup>, Laurence Siedman, keynesiano él mismo, comentaba no sin cierta vehemencia que la crisis de estanflación de los años setenta —situación imprevisible de acuerdo a los modelos de demanda efectiva—, el surgimiento de la nueva macroeconomía clásica y los embates de la escuela monetarista poco habían hecho por destronar al análisis keynesiano. Prueba de ello es que las políticas que pretenden estimular la demanda no han perdido vigencia y que la enseñanza en las universidades se sigue apoyando, por la mayor parte, en manuales de claro enfoque keynesiano.

No se puede negar que la aparición del supuesto de las expectativas racionales supuso una de las sacudidas más fuerte al paradigma dominante desde que, en el siglo XIX, el marginalismo tomó por asalto la arena del debate económico. Siedman opina que, pese a todas las críticas, al repentino auge de la nueva economía clásica y a aquella famosa sentencia esgrimida por Lucas en 1976<sup>24</sup>, el enfoque keynesiano logró finalmente y por sus propios analíticos explicar la crisis de estanflación.

---

<sup>23</sup> The New Classical Counter-Revolution: A False Path for Macroeconomics, 2005.

<sup>24</sup> La crítica de Lucas establece que es ingenuo intentar anticiparse a los efectos de la política basando el análisis en la observación histórica de los agregados macroeconómicos. La crítica estaba más que nada enfocada a la incapacidad de los modelos keynesianos de la curva de Phillips para explicar un escenario en el que convivían tanto la inflación como el desempleo. Véase: (Lucas, *Econometric Policy Evaluation: A Critique*, 1976, págs. 19-46)

El propio Lucas<sup>25</sup> aceptó el hecho de que los modelos neokeynesianos explicaban lo que no podían los viejos, añadiendo que su crítica del 76, así como aquella formulada junto a Thomas Sargent en el 78<sup>26</sup>, estaba dirigida a todo el arsenal teórico anterior a 1970. Es decir, hacia los modelos que hasta entonces habían dominado tanto el análisis económico como la formulación de las políticas públicas, y que pretendían hacer generalizaciones a partir de ciertos datos históricos que acaso fueron válidos para un periodo de la historia pero que más tarde se revelaron insuficientes. La contrariedad de Lucas es más que entendible: modelar después del hecho será siempre más fácil y conveniente que hacer *ex ante*.

En concreto, los contrarrevolucionarios buscaban subsanar los huecos que la teoría de Keynes había dejado sin explicar. Para ello se hizo necesario volver sobre la microeconomía y repensar el papel de los agentes individuales en un sistema de información imperfecta y distorsionada. A falta de una teoría convincente de parte del keynesianismo, así como de la ineficacia de la intervención gubernamental en el manejo de la crisis, los modelos monetaristas y los de Lucas dejan de lado las consideraciones de la demanda agregada, la trampa de la liquidez y los espíritus animales, para poner sobre la mesa de debate la no neutralidad del dinero a corto plazo y los *problemas de extracción de señal* como detonante de los ciclos económicos.

## **Friedman y la ilusión monetaria**

El fervor del gasto público que dominó las decisiones de política económica tras la Gran Depresión y hasta bien entrados los años setenta se sustentaba en el consenso, basado en la teoría keynesiana, de que los instrumentos de política monetaria no tienen efectos en el largo plazo sobre las magnitudes reales. Las razones de tal ineficacia son múltiples: una alta propensión ahorrar, precios rígidos o de ajuste lento, y la trampa de la liquidez<sup>27</sup>. Si hubo teóricos

---

<sup>25</sup> Lucas expresa, con toda razón, que «desde luego que nuestras críticas no pueden aplicarse si aparece una clase completamente distinta de modelos que la gente gusta llamar keynesianos. No puedes escribir un trabajo en 1978 criticando un trabajo hecho en 1988». Citado en (Snowdon, 2007, págs. 541-562).

<sup>26</sup> Véase (Lucas & Sargent, *After Keynesian Macroeconomics*, 1978).

<sup>27</sup> Noción que establece que, cuando los agentes se empeñan en ahorrar, decrementos progresivos a la tasa de interés no inducen mayor gasto privado. Semejante escenario solo puede redundar en una demanda efectiva deprimida, con lo cual el monto de las inversiones se verá estancado. En tales condiciones solo la política de gasto podría generar un nuevo impulso.

keynesianos propugnando por flexibilizar las emisiones de dinero, no era tanto para incentivar la inversión privada como para para reducir los pagos de interés asociados al gasto del gobierno.

Ante la creencia de que las medidas de política monetaria poco podían hacer por impulsar el crecimiento real de la economía, Milton Friedman (1968) argumenta lo contrario: de acuerdo con sus observaciones, la década de los treinta se caracterizó por una política monetaria contractiva que resultó en la deflación. No es que los instrumentos con que contaba la Reserva Federal fueran ineficientes, es que su actuación fue laxa en el periodo en que debió ser más intensa.

Friedman abandona el supuesto de la neutralidad del dinero a corto plazo, pero sigue considerando que en largo las alteraciones a la masa monetaria no se traducen en cambios a la producción ni en modificaciones en los tipos de interés a largo plazo. Explica su razonamiento de este modo: un aumento en la masa monetaria presiona las tasas de interés a la baja, estimulando el gasto a través de dos canales de comunicación. De un lado, las inversiones asociadas al crédito barato. Del otro, se tiene un cambio en los precios relativos que resulta favorable al consumo. Pero como bien anota Friedman, el gasto de un individuo es el ingreso de otro. Mayores beneficios inducen a los empresarios a incrementar su demanda de préstamos, lo cual generará que a la larga las tasas de interés tiendan a subir. El resultado será un retorno hacia los niveles previos.

La política monetaria no es útil para incentivar el empleo. Friedman considera que existe una tasa natural de desempleo que es consistente con el equilibrio de los salarios reales. En equilibrio, los salarios reales tienden a crecer siempre y cuando se mantengan las tendencias de crecimiento a largo plazo de formación de capital y avance tecnológico. Si la economía opera con un desempleo menor significa que hay un exceso de demanda de trabajo, por lo que habrá presiones alcistas en los salarios reales.

El análisis Friedman, en contraste con el de Phillips, se caracteriza por hacer énfasis en el mercado laboral y la distinción entre las magnitudes nominales y reales. La curva de Phillips tradicional considera que los precios nominales se mantienen constantes. En consecuencia, las expectativas de los agentes son rígidas. Saben qué esperar del futuro. En el mundo real,

argumenta Friedman, las expectativas se adaptan, si bien con un rezago respecto a las variaciones sorpresivas de la oferta monetaria.

Suponiendo que hay una tasa natural de desempleo  $X$  y que el gobierno quiere promover el empleo, se instrumentalizará una expansión monetaria. Esto provocará el aumento en los precios nominales y una caída en la tasa de interés. Como consecuencia habrá mayores gastos e ingresos. Dichas variaciones se verán reflejadas en un aumento de la producción. De ahí que aumente la demanda de trabajo y se reduzca el desempleo. Hasta aquí se cumple el supuesto de la curva de Phillips.

La razón de que exista en el corto plazo un *trade-off* entre inflación y desempleo se debe a que la tasa de cambio de los precios es menor a la tasa de cambio de los salarios y la producción. Recuérdese que en el pasado había una oferta monetaria estable y un cierto nivel de inflación a partir de los cuales los agentes formaban sus expectativas. Ahora el gobierno sorprende a empresarios y consumidores con un aumento de la masa monetaria. Tendrá que pasar un cierto tiempo para que las expectativas se adapten a las nuevas políticas.

Ésta es sólo una parte de la historia. Sucede que los cambios en la demanda, como consecuencia de un mayor empleo y de salarios nominales crecientes, afecta el precio de los bienes de consumo antes que el precio de los factores de la producción. Son bienes que, por naturaleza, son más elástico con respecto a las variaciones de la masa monetaria. Los trabajadores demandan menos maquinaria que pan, de modo que el ajuste tiene que darse en los bienes asociados al consumo final.

Una vez incrementan los precios, los consumidores se dan cuenta de que su poder adquisitivo (los salarios reales) han caído. En consecuencia, para cerrar la brecha, los trabajadores negociarían salarios más elevados. Las empresas reaccionan en concordancia, se reduce la demanda de trabajo y la economía tiende, de nueva cuenta, a su nivel natural de desempleo. En el largo plazo se anulan los efectos de la política monetaria expansiva como resultado de las expectativas adaptativas de los agentes.

Si los gobiernos quisieran seguir explotando el mecanismo a corto plazo de la curva de Phillips se verían obligados a bombardear constantemente la economía con dinero de nueva creación.



La labor del banco central dejaría de ser el manejo del desempleo, el crecimiento económico o la fijación de las tasas de interés por medio de la política monetaria, para convertirse en una agencia abocada a confundir y sorprender a los agentes.

El problema, opina Friedman, es que los efectos de la política monetaria se restringen al corto plazo, de modo que en el largo el abuso de las inyecciones monetarias resultará en un retorno al nivel natural de desempleo con un nivel creciente de inflación. En cuyo caso el poder adquisitivo se verá cada vez más reducido sin haber resuelto el problema de la desocupación crónica.<sup>28</sup>

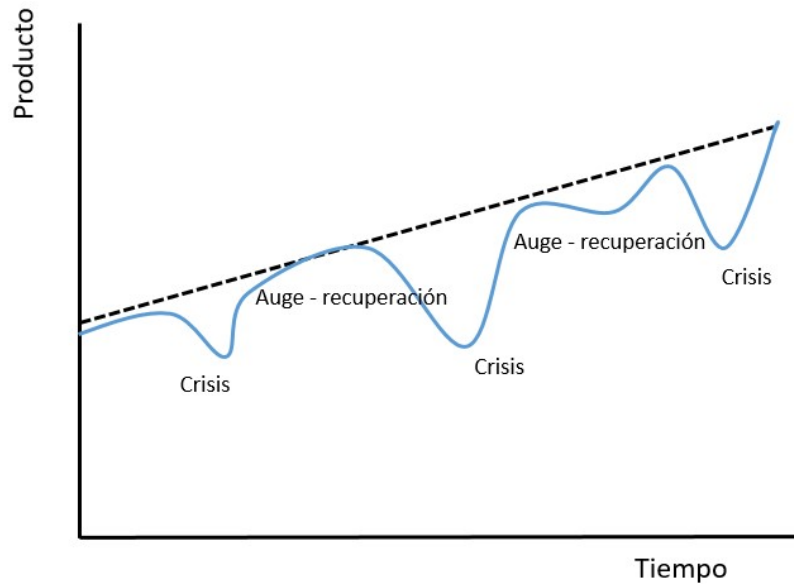
El rezago que existe entre la expansión monetaria y el ajuste de las expectativas tiene raíces en lo que la jerga friedmaniana llama la ilusión monetaria. Es debido a este retardo en el procesamiento de la información económica que el dinero se revela como no neutral en el corto plazo y provoca ciclos económicos.

Se ha establecido que la política monetaria no es efectiva para afectar las variables reales en el largo plazo y que en el corto puede propiciar turbulencias en el crecimiento económico. Resta preguntarse cuál es el papel concreto que, en el marco analítico de Friedman, se le asigna al banco central. Para responder la pregunta con más precisión vale la pena echar un vistazo a su visión general de los ciclos económicos.

Figura 6. El *Plucking Model* friedmaniano

---

<sup>28</sup>Friedman advierte que la tasa natural de desempleo no es un nivel de resignación. El verdadero problema es que no hay manera de que los gobiernos sepan cuál es el punto exacto de equilibrio. Éste se determina por factores como el avance tecnológico, la flexibilidad de los mercados o la rigidez de los contratos laborales.



Fuente: Elaboración propia

Nótese que en la visión de Milton Friedman la evolución del producto se concibe como una trayectoria potencial y que los ciclos económicos son desviaciones por debajo de la tendencia. Los auges son, en esencia, reacciones de equilibrio. Por lo mismo, se pensaría que es deseable y necesario emplear los métodos más efectivos de política pública con tal de acelerar la recuperación.

El problema emerge cuando lo óptimo se contrapone a las consideraciones filosóficas. El liberalismo de Milton Friedman se opondría por principio al dirigismo estatal, incluso si este fuera el método más eficiente para sacar a la economía del bache que atraviesa. ¿Debe el Estado hacerse a un lado y esperar que la mano invisible actúe con rapidez y bondad? Friedman argumenta que, mientras más flexible es una economía, más rápido serán los reajustes.

El principio del no intervencionismo, según lo entiende Friedman, no se opone a su visión de la política monetaria. Para el monetarismo los bancos centrales son una pieza fundamental de la economía de mercado. En la medida que las fuerzas productivas se desarrollan, tanto más difícil resulta defender la rigidez absoluta de la moneda. Un patrón rígido, como el del oro, alargaría innecesariamente la recuperación al propiciar un entorno deflacionario. Según los estimados de

Friedman y Shwartz (1971), una situación similar se vivió durante la Gran Recesión. La rigidez de la política monetaria de la Reserva Federal habría impedido el pronto retorno a la normalidad.

Así como el gasto público no es la respuesta, tampoco son las expansiones monetarias descontroladas. En su crítica a la curva de Phillips, Friedman demuestra que, en el largo plazo, la euforia expansionista redundaría en mayores niveles de inflación con un clima de alto desempleo. El peor de los dos mundos ha sido conjurado: un poder adquisitivo deteriorado y trabajadores expulsados del proceso productivo.

Friedman aboga por una política monetaria sensata y realista. En concreto, el banco central debería asegurarse de que la oferta de dinero crezca al mismo ritmo que el producto. Esta es la regla de oro del monetarismo.

## **El modelo de las islas de Lucas**

Robert Lucas publica en 1972 un modelo en el cual revisa los postulados de Friedman, planteando que en el corto plazo las alteraciones en el producto ante variaciones en la masa monetaria son posibles aún si se elimina el supuesto de la ilusión monetaria. La intención de Lucas no es tanto formalizar el argumento de Friedman<sup>29</sup> como probar la existencia de una relación sistemática entre los precios nominales y el producto real.

Para ello el modelo adopta los siguientes supuestos simplificadores: 1) la economía se caracteriza como un conjunto de mercados físicamente separados, 2) cada uno de los mercados se vacía constantemente a los precios de equilibrio (hay un equilibrio general de tipo walrasiano); 3) los agentes maximizan su utilidad de acuerdo a juicios racionales dada su situación económica; 4) las expectativas se forman óptimamente (son racionales, no adaptativas como en el caso de Friedman); 5) las decisiones de producción, consumo e inversión se toman con base en factores reales, expresados por medio de los precios relativos.

---

<sup>29</sup> Haciendo un repaso a la literatura de ambos autores, puede comprobarse que donde Friedman (1968) hace una exposición más bien verbal y deductiva de los efectos de la política monetaria sobre las magnitudes reales en el corto plazo, Lucas (1972) ofrece un modelo sofisticado y puramente matemático. En este apartado se presenta una versión simplificada del mismo.

El supuesto 1) es vital para el desarrollo y la comprensión del modelo. Los agentes producen un único bien, que venden en mercados perfectamente competitivos. Lo obtenido lo gastan comprando bienes en otros mercados. En ausencia de choques externos la economía opera óptimamente. Puesto que hay información y competencia perfecta, las emisiones de dinero no tienen efecto alguno sobre las magnitudes reales. Lucas se pregunta qué sucede cuando se incorporan perturbaciones y sesgos de información al modelo. ¿Cómo reaccionan los productores y de qué depende su respuesta?

Se conciben dos tipos de perturbaciones. La primera emerge de cambios súbitos en las preferencias de los consumidores, que afectan tanto las demandas relativas del bien a consumir como los precios relativos. El segundo tipo de *shock* es de origen monetario y provoca cambios únicamente en los precios nominales. Lucas asume que estas perturbaciones son de naturaleza estocástica, por lo que sorprenden a los agentes.

Se asume un ambiente de información imperfecta. Por tal motivo los agentes tienen que discernir si las perturbaciones que observan en sus funciones oferta (a través de la información que proveen los precios) provienen de variaciones en la demanda de los mercados reales o de *shocks* monetarios. No hay garantía de que acierten sobre el origen y la volatilidad del shock.

Para caracterizar el escenario aquí descrito, Lucas incorpora a su modelo matemático una serie de componentes probabilísticos que denotan el ambiente de incertidumbre. Una conclusión preliminar es que la volatilidad de los choques monetarios determina las desviaciones en el nivel del producto. El dinero altera las decisiones de producción en la medida en que éste altera la percepción de los precios relativos. Así, el empresario creerá que ha habido un cambio en la demanda de su producto, por lo que la decisión óptima será producir más.

Antes de la exposición formal, Lucas abre un paréntesis bastante revelador y que merece la pena comentar. Contra lo que podría pensarse, insiste en que su análisis es consistente con la hipótesis planteada en la curva de Phillips. Cabe aclarar que, en rigor, Lucas se refiere a la formulación revisada por Phelps y Friedman que incorpora las expectativas a largo plazo. Que el autor deje implícito este hecho denota la crisis del keynesianismo y la renovación en curso de los paradigmas del pensamiento económico.

Lucas explica que, efectivamente, el *trade-off* entre inflación y desempleo es válido en el corto plazo, por razones similares a las que ya vimos en la sección anterior, mientras que en largo las perturbaciones monetarias solo tienen efecto sobre las variables nominales. De ahí que el desempleo tienda a su nivel natural y que las inyecciones de dinero alteren únicamente los precios. No cree, sin embargo, en que el *trade-off* temporal se produzca tan sólo como resultado de una misteriosa ilusión monetaria.

Por cuestiones de simplicidad, Lucas deja de lado los motivos políticos que motivan las perturbaciones monetarias. Su interés es puramente mecanístico. El dinero de nueva creación aparece en el sistema como un evento aleatorio. Esta no es la única diferencia con el modelo monetarista. Nótese que en el modelo de Lucas el mecanismo que transmite la información económica se ubica en los precios relativos. Friedman pensaba que las distorsiones ocurrían, concretamente, en el mercado de trabajo, a partir de la determinación de los salarios.

El precio de equilibrio en el modelo de Lucas es

$$p_i = \frac{\gamma - 1}{1 + \eta(\gamma - 1)} y + p$$

Por lo tanto, el ingreso de equilibrio es  $y = 0$ . Todo se vende y todo se consume. Este resultado sucederá en condiciones de competencia perfecta, cuando todos los mercados se vacían y no hay distorsiones en la información. Es un equilibrio de tipo walrasiano donde se corrobora la neutralidad del dinero tanto a corto como a largo plazo.

Si se introducen las expectativas racionales de los agentes y las reacciones ante choques monetarios sorpresivos, se obtiene la función de oferta de los productores:

$$y = b(p - E[p])$$

Donde  $E[p]$  denota el valor esperado del nivel general de precios. El producto es una función de la inflación y de las expectativas. Un aumento inesperado en los precios, como resultado de un incremento en la masa monetaria, se traduciría en un aumento temporal en el producto si los productores perciben que dichas variaciones en los precios relativos se deben a cambios en las preferencias de los consumidores.

Si  $r_i = p_i - p$  denota el precio relativo de un bien  $i$ , entonces el productor basa sus decisiones de producción de acuerdo a

$$l = \frac{1}{\gamma - 1} E[r_i | p_1]$$

Donde  $E[r_i | p_i]$  es el valor estimado de  $r$  (los precios relativos) cuando se observa  $p_i$ . A su vez,

$$E[r | p] = \frac{\sigma_r}{\sigma_r + \sigma_p} (p_i - E[p])$$

Donde  $\sigma$  son las varianzas tanto de  $r$  como de  $p$ .

En suma, las decisiones de producción están determinadas por las inferencias que los agentes hacen a partir de su entorno económico. La magnitud en los cambios de la oferta, y por lo tanto del producto, dependerá de la medida en que los shocks monetarios impacten en la formación de las expectativas dada la varianza en los precios relativos.

Lucas concluye que si la variación en los shocks monetarios supera a la de los choques reales (si el impacto de la inflación es más fuerte que aquel del cambio de preferencias), los precios relativos dejan de ofrecer una información adecuada para la correcta toma de decisiones de asignación de recursos.

El análisis de Lucas permite extraer ciertas conclusiones de política pública. En primer lugar, vemos que el uso discrecional de la política monetaria impacta no solo las variables nominales, y que esto se debe a que, en la realidad cotidiana, los agentes se mueven en un ambiente de información imperfecta. Queda implícito que un mal manejo de la política puede tener consecuencias graves sobre la correcta asignación de recursos en el proceso productivo.

El ingeniero social podría afirmar que si hay un mal manejo, entonces también hay uno correcto. Matemáticamente, los efectos negativos de la política monetaria se eliminarían si estos no tuvieran efecto sobre la determinación de los precios relativos ( $p = E[p]$ ). En tal caso, los productores tendrían acceso a la información correcta en el momento adecuado y se anticiparían al choque. Cuando se analiza el modelo de Lucas y se observa la realidad, no parece que éste

sea un escenario viable. Emerge el problema del cálculo económico y su relación con el grado de centralización en la toma de las decisiones.

## **El crédito y su relación con los ciclos económicos**

En el marco de las más recientes turbulencias financieras, que culminaron en la Gran Recesión de 2008, se ha visto un interés creciente en el papel que juegan el crédito y la deuda en la generación de ciclos. No se trata de una preocupación nueva en lo que respecta al pensamiento económico.

Veámos con Lucas y Friedman que el entorno de información imperfecta incide y sesga la toma de decisiones. Sin embargo, es mi opinión que este aspecto tan solo arroja luces a una parte del proceso económico. El hecho de que los agentes operen en un mundo de distorsiones y velos no nos dice necesariamente cómo está estructurada la economía. Si se hace una analogía fisiológica, podría decirse que los estudios de la contrarrevolución clásica, con Lucas a la cabeza, se interesaron más en los canales de comunicación del sistema vascular del organismo que en su sangre. Dicho de otro modo, la información se transmite, pero esto nada nos dice del medio que canaliza los flujos. Un telégrafo y un teléfono celular sirven a propósitos similares, pero su grado de eficiencia es distinto.

Conforme se desarrollan las economías se acrecienta la complejidad. Lo que antes era una comunidad rural evoluciona a una ciudad industrializada. Así también evoluciona el sistema financiero. Ni la historia ni las características propias de las fuerzas productivas son estáticas y definitivas. El espíritu de progreso e innovación son parte de la condición humana.

Queda por determinar en qué grado afectan los vaivenes financieros a la economía en su conjunto. Parece razonable suponer que a mayor grado de interconexión, más poderosos serán los efectos, dejándose sentir incluso en los sectores primarios típicamente alejados de operaciones abstractas como puede ser la venta y compra de bonos. De ser así, lo que antes era un fenómeno privativo de unos cuantos sectores se expande al resto de la sociedad e incluso contagia y degrada la estructura de otros países.

A continuación se exponen dos enfoques que centran la mirada en el crédito como factor detonante de los ciclos económicos. La coincidencia es tanto más interesante cuanto que una es deudora del keynesianismo y la otra abrevia de fuentes marginalistas y liberales. Nos referimos al trabajo de Hyman Minsky y al de la escuela austriaca de economía.

## **Hipótesis de la inestabilidad financiera**

Hyman Minsky (1992) caracteriza al capitalismo como un sistema esencialmente inestable. En contraste con lo que sostienen los enfoques convencionales de raigambre walrasiana, las fluctuaciones no son procesos de sano equilibrio que suceden a consecuencia de perturbaciones que sacan de balance a la economía. Dicha suposición lleva a concluir que, en un entorno de mercados perfectamente competitivos, no habrá ciclos económicos. Minsky discrepa y argumenta que, aún en las mejores condiciones, los procesos oscilatorios no son evitables. La dinámica del capitalismo es inherentemente caótica en tanto que las condiciones que permiten el auge incentivan procesos que, a la postre, inducen a errores masivos que llevan a la crisis.

El tema capital en el análisis minskyano es la financiación. Cómo se genera, cómo se desarrolla y en qué medida influencia la toma de decisiones a escala global son las preguntas que le interesa resolver. El punto de partida de su hipótesis es que en una economía capitalista las relaciones financieras son la ligazón de las actividades y las decisiones a través del tiempo. Puede comprobarse el contraste con las ideas clásicas que otorgaban importancia sobre todo a la estructura del capital y del mercado de trabajo. La macroeconomía minskyana incorpora el ámbito de la deuda como punto central de la actividad capitalista.

Podría decirse que se trata de una exigencia histórica. Si antes, como decía Minsky, sólo la banca y los agentes ligados a ella se veían afectados por las relaciones financieras, a medida que se desarrollan las fuerzas del capitalismo se hace evidente que lo antes competía a unos cuantos en la actualidad trastoca las decisiones de ahorro y consumo de los hogares. Éstas, a su vez, impactan en las decisiones de producción en la medida en que las fuerzas de la demanda siguen comandando el ritmo de las actividades.

Ya en 1931 Keynes comentaba que toda la riqueza presente tiene un componente de deuda. La cita que a continuación compartimos deslumbró a Minsky y sirvió de inspiración para su teoría:



Hay una multitud de activos reales que constituyen la riqueza: edificios, acervos de mercancías, productos en curso de fabricación y en tránsito, etc. Los dueños de estos activos, sin embargo, frecuentemente pidieron dinero prestado para poseerlos. En buena medida, los verdaderos propietarios de esa riqueza, son propietarios de dinero no de los activos reales. Una parte de este “financiamiento” ocurre a través del sistema bancario, que interpone sus garantías entre los depositantes que prestan su dinero y los que adquieren ese dinero para financiar la compra de activos reales. La interposición de este velo entre activos reales y propietarios de la riqueza es una de las características distintivas del mundo moderno. En parte, en los últimos años, esto es resultado de la confianza creciente en el sistema bancario, que ha hecho que la práctica crediticia llegue a dimensiones formidables.<sup>30</sup>

Es justo suponer que lo que era válido para el periodo de la Gran Depresión lo es para el mundo globalizado de finales del siglo XX. Reconociendo el carácter del capitalismo posmoderno del *fin de la historia*, Minsky declara que su intención es elaborar una teoría sobre el impacto de la deuda en el comportamiento agregado del sistema.

Una segunda fuente para la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky es la ecuación de Kalecki. Ésta nos dice que los beneficios totales son igual a la suma del consumo y la inversión menos los salarios.

$$W + B = C + I$$

Puesto que  $C = C_k + C_w$ ,  $C_k$  es el consumo de los capitalistas y  $C_w$  el de los trabajadores, si se asume que los perceptores de salario no ahorran, se concluye que  $B = C_k + I$ . Adicionalmente, el consumo de los capitalistas se define como una proporción del beneficio pasado, de modo que  $C_k = cB_{t-1}$ . Sustituyendo, se obtiene que el beneficio será  $B = cB_{t-1} + I$ . Al agrupar términos y despejar, vemos que el beneficio se expresa en términos de la inversión y un factor multiplicador:  $B = \frac{I}{1-c}$ .

---

<sup>30</sup> Citado por Minsky, a partir de un artículo de John Maynard Keynes, en (The Financial Instability Hypothesis, 1992, pág. 3).

De acuerdo con el modelo de Kalecki estas expresiones son válidas en términos agregados. En este enfoque la demanda efectiva es igual al ingreso, de modo que  $Y = W + B$ , ya que  $W + I = C + I$ . En una economía cerrada se cumple que  $Y = C + I$ . Si hay gobierno se puede añadir el déficit público en la ecuación. Si se relaja el supuesto de que los trabajadores gastan todo lo que perciben como salarios, entonces debe restarse el ahorro. Se llega a una expresión tal que  $Y = C + I + G - S_w$ .

La expresión anterior equivale a  $Y = \frac{I}{1-c} + G - S_w$ . Se puede ver que el ingreso está mayormente afectado por las variaciones en la inversión.

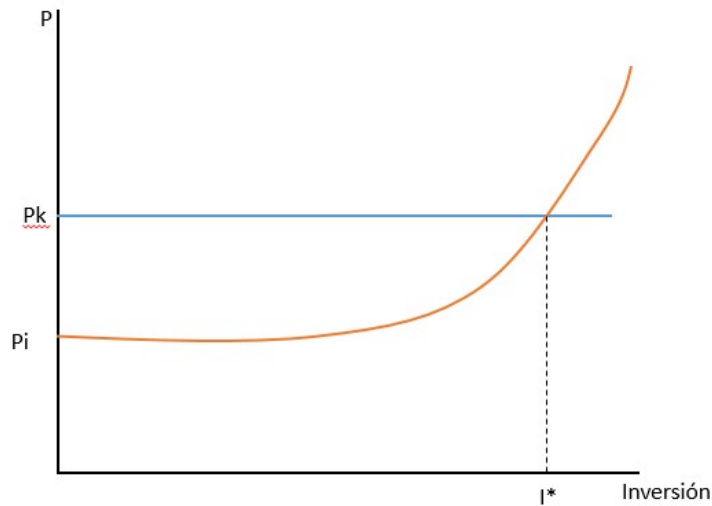
Resta por investigar qué determina las decisiones de inversión. Veíamos que con Kalecki el monto invertido dependía positivamente del ahorro bruto de las empresas, la tasa de cambio de los beneficios, y negativamente de la tasa de cambio del stock de capital. Minsky también adopta un enfoque intertemporal, argumentando que el monto de lo invertido dependerá de las expectativas de beneficios y de la financiación.

Desagreguemos el segundo de los componentes. Cuando Minsky menciona la financiación se refiere a los flujos de caja, la liquidez interna de la empresa que llega a través de los beneficios de un periodo pasado y de la liquidez externa, es decir la deuda o las acciones.

Si asumimos que  $I = f(E, Fi)$ , la pregunta que debemos hacernos es de qué factores depende que el beneficio obtenido se reinvierta en el futuro. Téngase en cuenta que las empresas podrían atesorar una cierta porción de lo ganado tal que la liquidez interna haga inviable la inversión en el periodo siguiente o que, simplemente, las entradas por concepto de ventas y pagos de salarios caigan por debajo de un nivel en el cual no resulte rentable arriesgarse a un nuevo proyecto de inversión.

Un primer escenario supone que no existen problemas de financiación. La liquidez, tanto la interna como la externa, permitiría un desembolso a futuro. Falta resolver el problema de las expectativas. Si se analiza la estructura de costos de la empresa, se verá que la inversión es viable cuando el precio de demanda de los bienes de capital supere su precio de oferta o costo de producción. Lo dicho se representa en el siguiente gráfico:

Figura 7. Monto de la inversión

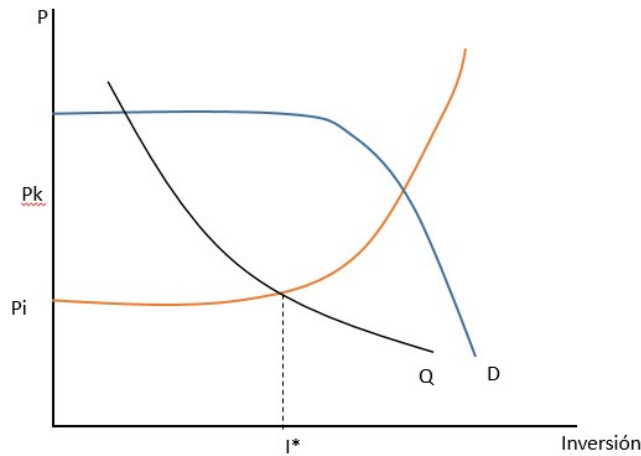


Fuente: Elaboración propia

El precio de los bienes de capital es fijo. El costo de producción tiende a aumentar en el margen por efecto de los rendimientos decrecientes. La empresa invertirá hasta que el costo de producción  $p_i$  se iguale al precio de demanda  $p_k$ .

Ahora veamos el caso en el que los fondos internos lo son suficientes para realizar la inversión. Como en el gráfico anterior, en la figura 5 se aprecia el costo creciente de producción, pero ahora el precio de demanda de los bienes de capital es decreciente. Esto se debe a que el precio de demanda de los bienes que se cubren con deuda resulta menos atractivo debido al mayor riesgo que implica financiarse con deuda.

Figura 8. Monto de la inversión considerando el riesgo de financiación



Fuente: Elaboración propia

Tomando en cuenta ambos escenarios, se puede concluir que el monto de las decisiones de inversión también depende de las condiciones de flexibilidad o rigidez financiera del momento.

En un clima de crédito barato, donde los tipos de interés son bajos, habrá incentivos para seguir financiándose por medios externos. El quiebre en las curvas de oferta y demanda sucederá más tarde de lo que lo haría en caso de que los agentes operasen en un entorno de gran incertidumbre. La curva Q de beneficios se desplazará hacia la derecha, coincidiendo con un mayor nivel de inversión.

En un clima de poca confianza y de altas tasas de interés, tal vez como consecuencia de los altos niveles de apalancamiento generalizados, habrá menor acceso a la financiación y, por lo mismo, las expectativas de ganancias futuras se verán reducidas. La aversión al riesgo se manifestaría en un desplazamiento hacia la izquierda de la curva de beneficios.

Minsky argumenta que los tipos de interés a corto plazo afectan el precio de oferta de los bienes de capital, mientras que la tasa de interés de largo plazo incide en el precio de demanda. Puesto que las empresas suelen operar con un stock fijo de capital y es necesario seguir invierto para el próximo periodo, financiarse a corto plazo es una opción más atractiva.

La estructura de los distintos tipos de interés revierte particular importancia para el análisis de Minsky. En el párrafo anterior se analizaba el caso de una distribución coherente a lo largo del tiempo, es decir que o bien en el corto y largo plazo las tasas son relativamente bajas, o bien cuando ambas se elevan. ¿Qué sucede en caso de una descoordinación, cuando los tipos a corto son más bajos que los de largo plazo? Esta situación no es anómala y, de hecho, es la más frecuente en las economías capitalistas.

Minsky observa que en un escenario en el cual las empresas se endeudan a corto plazo e invierten a largo maximiza tanto las decisiones de inversión como los beneficios agregados (ya que  $B = C + I$ ;  $Y = B + G - S$ ). A esta situación se le conoce como descalce de plazos. Minsky observa que precisamente porque este escenario en particular maximiza la inversión es que el capitalismo es inestable.

La razón de que el esquema de financiación basado en el descalce sea insostenible se debe a que la volatilidad en la tasa de interés a corto puede provocar que los esquemas que antes eran seguros se tornen riesgosos, y que los que inicialmente revertían un alto riesgo tiendan hacia una situación de impago.

Digamos que una empresa contrata un crédito a diez años con el objetivo de realizar una inversión ambiciosa. Para ello se financia con un crédito a corto plazo, porque como hemos visto no es frecuente que la liquidez interna baste. El empresario en cuestión ve en los bajos tipos de interés a corto plazo una oportunidad jugosa.

Ahora bien, dependiendo de su estructura interna, es decir del monto de sus deudas y de su flujo de caja, es posible que cuando venza el plazo del crédito pueda cubrir los intereses pero no el principal. Esto sucedería si sus beneficios no son lo suficientemente robustos. Se renegociará el pago, incurriendo en mayores deudas. Puede suceder que en los sucesivos periodos las tasas a corto varíen significativamente. Si hay un incremento sorpresivo en los tipos de interés a corto, digamos que por presiones inflacionistas, habrá un mayor riesgo de impago.

En la clasificación de Minsky existen tres esquemas de financiación posible:

- **Esquema cubierto o *hedge*:** Las empresas pueden cubrir sus obligaciones con los flujos de caja y fondos de tesorería.
- **Esquema especulativo:** Las empresas no pueden hacer frente a sus obligaciones sólo con los flujos de caja, de modo que deben recurrir a la financiación externa. Se ven en la necesidad de renegociar la deuda. Minsky menciona que esta categoría engloba tanto a las empresas privadas, los bancos y los gobiernos.
- **Esquema Ponzi:** Los fondos de caja no son suficientes para cubrir ni el principal ni los intereses del resto de las deudas acumuladas. El pago de las obligaciones lleva a una situación en que la contratación de nueva deuda o la venta de activos propios resulta en una pérdida neta de recursos propios.

Según la hipótesis de la inestabilidad financiera, el capitalismo tiende a generar esquemas especulativos y de tipo Ponzi en los periodos de auge. El clima de laxitud financiera, que viene aparejado de tasas de interés de corto plazo bajas, gran liquidez y créditos baratos incentiva a los empresarios a asumir mayores riesgos. Tal es la decisión racional de quienes buscan maximizar sus beneficios.

El esquema Ponzi, aunque altamente riesgoso, no es un sinsentido para la mente empresarial. Quien lo adopta está apostando a que el activo en que invirtió a largo plazo, mediante la adquisición de crédito barato a corto, se revalúe lo suficiente en el futuro. En suma, confía en que los beneficios generados excedan el monto de la deuda.

Un aspecto a tomar en cuenta de análisis de Minsky es que ninguno de los tres esquemas de financiación es estable en el tiempo. Un paradigma especulativo puede degenerar en Ponzi dependiendo de cuál sea el impacto en la tasa de variación de los tipos de interés a corto plazo. Como en el ejemplo anterior, puede suceder que un incremento en las tasas cambie la estructura de la deuda de manera tan dramática que los beneficios generados bajo condiciones crediticias más laxas no bastarán para cubrir la nueva deuda.

El escenario anterior puede extenderse hacia toda la economía. Empresas que operaban bajo esquemas razonables pueden verse al borde de la quiebra debido al aumento en el desempleo asociado al cierre de negocios insostenibles. Es de este modo que da inicio y se propaga la crisis.

Véase que la naturaleza de la economía es cíclica, que la inestabilidad no ocurre como resultado de choques exógenos y que la transición de una estructura financiera saludable hacia una endeble es un proceso orgánico, inherente del capitalismo. Minsky comprende que la actividad bancaria supone la búsqueda de ganancias. En los estados previos a la crisis, en el punto álgido de la burbuja, las presiones inflacionistas son tan altas que los gobiernos se ven obligados a contraer la masa de crédito por medio de un incremento en las tasas de interés. Para Minsky esto es más una necesidad que una opción. En ese momento comienza la purga de malas inversiones y la quiebra generalizada.

El nuevo auge no es más alentador. El espíritu optimizador de los empresarios, junto a su afán de innovar los instrumentos financieros darán paso a nuevas y más atractivas inversiones. El clima crediticio volverá a ser lo suficientemente laxo como para permitir otra expansión. El ciclo se reanuda.

### **La escuela austriaca de economía**

La teoría austriaca del ciclo económico postula que las fluctuaciones periódicas del capitalismo tienen su génesis en la descoordinación de las preferencias temporales. A su vez, las causas de este desfase se hallan en las distorsiones que afectan al mecanismo que transmite las señales de cuánto ha de producirse, consumirse e invertir: los precios. Específicamente, la escuela austriaca centra su análisis en el influjo que la tasa de interés tiene sobre las decisiones de los agentes. Y esto se debe a que la tasa de interés, además de ser un precio, es el vaso comunicante entre el presente y el futuro.

Los economistas de la escuela austriaca renuncian a los análisis estáticos, procurando hacer hincapié en la estructura intertemporal de los procesos de mercado. Se preguntan en qué medidas las decisiones que se toman hoy afectan la estructura del mañana. Otros enfoques prefieren centrar su atención ya sea en el corto (keynesianismo) o el largo (síntesis neoclásica), sin preguntarse específicamente cómo se interrelacionan. Los austriacos argumentan que como el que ellos propugnan permite ver cómo, por ejemplo, los movimientos en la tasa de interés, sean espontáneos o inducidos, afectan la estructura de la producción tanto en el corto, como el mediano y el largo plazo.

Nótese que cuando varían los tipos de interés los empresarios reciben una señal sobre el estado del crédito en el resto de la economía. Tasas bajas inducen a pensar que la sociedad está volcada hacia el futuro. El productor e inversionista avieso sabrá redirigir sus recursos conforme a lo que él percibe es el clima general de las preferencias. Dicho de otro modo, es normal, y ciertamente acorde con el supuesto de la racionalidad, que en un escenario de crédito abundante, y por lo tanto de tasas a corto plazo bajas, los se vuelquen hacia aquellos sectores donde los proyectos de inversión requieren de un mayor tiempo para madurar.

La razón, en realidad, es simple: una tasa de interés baja puede representar la oportunidad perfecta para contratar un crédito con el cual financiar un proyecto a veinte o cincuenta años. De esa manera, vemos cómo el cambio de un precio presente se dejará sentir en el futuro. La tasa de interés no representa, como pensaba Keynes, el precio del dinero o un mero índice de la preferencia por la liquidez en el presente. No es tampoco el premio por dejar de consumir, según pensaban los economistas clásicos. En opinión de los austriacos, habría que ver en las tasas de interés como una medida de las preferencias temporales mediante la cual se describen la vocación hacia el ahorro de una sociedad y las expectativas de inversión a lo largo del tiempo.

Los austriacos se preguntan por qué y en qué momento se descoordinan las voluntades. ¿Se trata de un fallo de mercado, de un problema de intervención pública o es acaso un vicio estructural? No hay, como tal, un consenso. Sin embargo, la mayoría de los autores coincide en el diagnóstico: la laxitud financiera tiende a augurar los auges insostenibles que, más tarde, derivan en las recesiones. ¿Cómo se llega entonces a esta situación? Hay numerosas hipótesis.

Destacamos tres explicaciones que, a nuestro juicio, son las más representativas en la literatura austriaca. En el siguiente capítulo se hará una exposición detallada de la teoría general del ciclo económico, por lo que en esta sección nos hemos limitado a hacer un repaso somero de las hipótesis sobre la causa última de la descoordinación de las preferencias temporales.

### **1. El monopolio de la emisión monetaria**

Común a todas las ramas del pensamiento austriaco es el rechazo al supuesto de la neutralidad del dinero. Las políticas monetarias discrecionales se traducen en variaciones en los tipos de



interés que los alejan de su nivel natural.<sup>31</sup> La brecha envía una información equívoca a los productores y consumidores sobre el estado del ahorro. Puesto que no hay manera de conocer exactamente cuál es el nivel de equilibrio hacia el que convergen las tasas de interés, los agentes aceptan como cierta y fiable la señal que envían los tipos manipulados. Comienza a reajustarse el proceso productivo.

Por el lado monetario, el dinero se introduce a la esfera del intercambio por medio del *efecto Cantillón*. Descrito por Richard Cantillón (1775) y expandido por Mises, este fenómeno explica de qué manera la nueva masa monetaria se distribuye paulatina y asimétricamente en el resto de la economía, deformando en el proceso la estructura relativa de los precios. El efecto Cantillón explicaría por qué, durante los periodos expansivos, algunos sectores se ven más afectados por la nueva estructura de precios.

Pareciera que si, en efecto, el ciclo económico comienza en la esfera monetaria, es posible inferir que, si existen una o varias entidades, públicas o privadas, con la capacidad de manipular la oferta de dinero a placer, tal prerrogativa encarna una amenaza a la estabilidad financiera. Nótese que, por el momento, el punto central de la crítica es el monopolio de la política monetaria y no tanto la posibilidad de que, aún en ausencia de una autoridad central, sea posible seguir instrumentalizando expansiones crediticias.

Para contener los efectos perniciosos que emanan del monopolio se proponen distintos arreglos de banca libre. En *La desnacionalización del dinero* (1978) Hayek propone un esquema de competencia privada de monedas fiat sin respaldo de un banco central. Argumenta que, en el ámbito del libre mercado, los bancos tienen el incentivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda que emiten.

El desajuste abrupto en los precios relativos, realizado mediante prácticas inflacionarias, no estaría en el interés de bancos que compiten los unos con los otros en la medida en que los consumidores no querrán demandar una moneda endeble. Lo que ellos buscan es la estabilidad monetaria, de modo que el interés racional de la banca será a mantener el poder adquisitivo, y la manera de hacerlo será optimizando las emisiones monetarias. Bajo un esquema de banca libre, argumenta Hayek, se atenúa el principal problema del monopolio: el poder de mercado o

---

<sup>31</sup> Véase: Capítulo 3. *La tasa de interés natural, un concepto clave*.

de fijar precios por encima del nivel que equilibraría los mercados competitivos. Por lo demás, en ausencia de un patrón oro y un coeficiente de caja obligatorios se eliminan rigideces que, en momentos de incertidumbre, impedirían un rápido ajuste en la estructura de precios relativos.

George Selgin y Lawrence White, a través de numerosos trabajos, independientes y en conjunto (1994), que retoman los postulados de la *Free Banking School*<sup>32</sup> a la luz de la experiencia histórica<sup>33</sup>, se proponen elaborar un modelo que sintetice sus ideas sobre cómo la competencia monetaria resulta en el arreglo idóneo de la banca. Selgin y White argumentan, como ya habíamos visto, que los bancos, al igual que todo agente económico, operan bajo el principio de la maximización de ganancias, que a su vez está sometido a la restricción de los costos marginales crecientes que se derivan de su propia actividad. Concretamente, en un ambiente competitivo y sin banca central de por medio, mantener dinero en circulación supone costos que en el margen tienden a crecer.

Los análisis sobre la no neutralidad del dinero tienden a ver la moneda como un factor exógeno. El modelo monetarista y el de Lucas recurren ambos al «helicóptero friedmaniano» con el fin de introducir choques monetarios al sistema. En los modelos neoclásicos, el dinero, metafóricamente, cae de las nubes o bien aparece del éter. Puesto que el interés se centra en aspectos mecanísticos, ni Lucas ni Friedman tienen intención de explicar cómo es que se genera la nueva masa monetaria.<sup>34</sup> Su interés está en ver los efectos que dicha perturbación tiene sobre los equilibrios. Por el contrario, en el modelo de Selgin-White es, por necesidad, una variable endógena. Esto se debe a que no hay una banca central que inyecte o retire dinero a discreción,

---

<sup>32</sup> En lo que respecta a las cuestiones de la banca, el siglo XIX vio en Inglaterra un acalorado debate entre aquellos que defendían la figura del banco central en tanto que prestamista de última instancia y emisor monopólico de la moneda nacional, y aquellos que consideraban que cada banco debería tener la potestad de emitir sus propias notas, por lo general respaldadas en sus reservas de oro.

<sup>33</sup> El caso estudiado por White (1984) es el de Escocia durante el periodo de 1800 a 1845. Dicha etapa se vio precedida por la desaparición del monopolio que, hasta 1716, detentaba el Banco de Escocia. A diferencia de lo que sucedió en Inglaterra e Irlanda, los escoceses no promulgaron leyes para establecer un nuevo monopolio en el sector bancario. Derribadas las barreras a la entrada, en los años subsecuentes el clima institucional dio paso a un entorno en el que alrededor de veinte entidades competían. White muestra que la banca libre no es un mero experimento mental y que el periodo en que se puso a prueba, de manera espontánea, estuvo marcado por la estabilidad financiera. Por otro lado, Sechrest (1993), defensor también del sistema de banca libre, argumenta que el caso de Escocia se vio severamente limitado y que un mejor ejemplo es el de Estados Unidos durante 1837-1863.

<sup>34</sup> Queda implícito, sin embargo, que el dinero aparece como resultado de una política discrecional. También es posible argumentar que hay un flujo inesperado de masa monetaria como resultado de un factor externo. Piénsese en una entrada masiva de capitales o en el caso del Imperio Español, cuando el oro americano inundó las arcas europeas, devaluando la moneda y redirigiendo las decisiones de producción nacionales.

sino que son las propias entidades las que emiten moneda de acuerdo a las necesidades del mercado. Necesidades éstas que se ven reflejadas en los juegos de la oferta y la demanda.

Selgin y White argumentan que, bajo condiciones de competencia, los bancos no tienen el incentivo de sobreemitir ni inundar el mercado con cantidades arbitrarias de dinero. Es una conclusión lógica del principio de la maximización de los beneficios. Por lo mismo, la oferta monetaria es perfectamente elástica con respecto a la demanda. Puede apreciarse la similitud con el pensamiento de Hayek. Si aspiran a maximizar el beneficio, los bancos se verán en la necesidad de mantener el poder adquisitivo de la moneda. Las emisiones estarían condicionadas a la estructura productiva y la variabilidad en los precios relativos.

A pesar de contar con metodologías distintas, Selgin (1988) llega a conclusiones similares a las de Lucas (1972). En condiciones de libre competencia, el dinero será perfectamente neutral.<sup>35</sup> De no haber intervención, los tipos de interés de mercado tenderán a igualarse con la tasa natural —el mercado de fondos prestables estará en equilibrio con el mercado de dinero—, de modo que todo cambio en la economía se ve reflejado en la estructura de precios relativos. Mayor productividad hará disminuir los precios y una menor los presionará a la baja. Los agentes, por lo tanto, tendrán a la mano información adecuada y rápida con la cual basar sus decisiones económicas inmediatas.

En definitiva, la no neutralidad del dinero es, de acuerdo a la visión de Selgin y White, el resultado del monopolio de emisión monetaria. Si la cantidad de dinero se regulara internamente desaparecerían o al menos se verían reducidos en gran medida los problemas asociados a las variaciones en la cantidad de dinero.

## **2. La existencia de un prestamista de última instancia.**

Los modelos de banca libre basados en las ideas de Hayek y Selgin-White tienden a favorecer la competencia de monedas fiduciarias en el marco de un sistema de reserva fraccionaria. Sin embargo, vale la pena hacer notar que el pensamiento de Hayek previo a la publicación de *La desnacionalización del dinero* tendía a alinearse, si bien no a la perfección, con aquel de Mises. La libre competencia sería óptima siempre y cuando las emisiones estuvieran respaldadas en

---

<sup>35</sup> Recuérdese que éste es el primer escenario que explora Lucas. La diferencia está en el factor que permite que los mercados se vacíen constantemente: la información.

oro o algún otro patrón concreto. Dada la rigidez en el aumento de la oferta de los metales, se reducirían aún más los incentivos a manipular la oferta monetaria.

Esto ha llevado a algunos autores a pensar que el problema de los ciclos económicos se solucionaría adoptando una regla natural de crecimiento de la moneda y que la libre competencia no es el factor que determina la inestabilidad. Podrían pensar, como Minsky, o el propio Hayek de los años de los años treinta, que el negocio bancario, por su propia naturaleza, está sujeto a fluctuaciones. La banca central no es ya un impedimento al buen funcionamiento de la economía, sino una entidad necesaria para contener las tendencias cíclicas del sector financiero. Previo a su obra de 1978, Hayek argumentaba que el banco central podía y debía existir, en calidad de supervisor, en un contexto de competencia bancaria.

Supongamos, por conveniencia, que se ha llegado a una situación tal que se ha reinstaurado el patrón oro y que los bancos centrales no tienen la facultad, ni económica ni jurídica, de manipular la oferta monetaria. Su papel sería únicamente el de prestamista de última instancia. ¿Se habrían eliminado los ciclos? Puede pensarse que las tasas de interés tenderían a nivelarse con su nivel natural, de modo que no habría descoordinación en las preferencias temporales. Los precios proveerían información correcta y los agentes harían inferencias adecuadas.

El contraargumento a esta postura es que la amenaza del ciclo económico seguirá existiendo en la medida en que los bancos centrales, al erigirse en la salvaguarda del negocio bancario, alentarán a la toma de decisiones irracionales de inversión. La figura del prestamista de última instancia, aun estando acotada, entraña un creciente riesgo moral. Véase que, dependiendo del contexto, las decisiones racionales no son necesariamente las óptimas. El banco que sabe que será rescatado querrá maximizar su beneficio incurriendo en riesgos que no habría tomado si no se supiera a salvo de antemano.

Se deduce la solución: habría que abolir la institución del banco central y pasar a la libre competencia. Sin embargo, esta recomendación no dice nada sobre qué aspecto debe tener el entorno monetario de *laissez faire*. ¿Debería haber un patrón o la moneda debe ser fiat?, ¿debe haber reserva fraccionaria o un coeficiente de caja del 100%? ¿O, en aras de la libertad de elección, no debe haber restricciones rígidas al modelo de banca? En tal caso, podríamos ver en una primera etapa la competencia entre bancos que emiten moneda respaldada y aquellos que usan moneda fiduciaria. En última instancia, el mercado elegiría el modelo más estable.

### 3. La reserva fraccionaria.

En sintonía con las conclusiones a las que llegó Mises en *La acción humana*, autores como Rothbard y Huerta de Soto argumentan que aún en un ambiente de banca libre, sin prestamistas de última instancia, y con un patrón monetario rígido, es posible seguir instrumentalizando la expansión monetaria por medio del préstamo de los depósitos a la vista. Derivado de estas consideraciones, postulan que si se implementa un coeficiente de caja del 100% se cortaría de raíz la natural tendencia de los banqueros a inflar el crédito.

Los argumentos e implicaciones del modelo Mises-Rothbard-Huerta de Soto serán estudiados con mayor detalle en el capítulo 3. Baste decir que esta serie de recomendaciones ha impregnado la mayoría de los discursos austriacos. Por lo mismo, no hay paradigma más laudado y criticado que el de la banca libre con coeficiente de caja del 100%. Antes de estudiar las implicaciones de esta propuesta, quisiera resaltar, a manera de preludeo, la importancia que dan estos autores al correcto diseño de la banca contra lo que muchos de sus críticos pensarían que se trata de anarquía monetaria.<sup>36</sup> Al revés, debido a que este enfoque pugna por un modelo bancario específico, acotado a normas claras y, vale decir, innegociables, no es poca la antipatía que genera entre autores de la rama más libertaria del pensamiento liberal.

Huerta de Soto es consciente de tales argumentos, por lo que su principal contribución a la teoría del ciclo económico austriaco será esgrimir, sobre las bases del pensamiento económico miseano-rothbardiano, un argumento jurídico y ético.

### **Apostillas metodológicas y revolución marginalista**

No es ocioso recalcar que los autores austriacos no elaboran una teoría de cómo las manipulaciones en las tasas de interés provocan los ciclos económicos. Concretamente, es una teoría de cómo la descoordinación temporal provoca los ciclos. Por lo general, el *mismatch* se

---

<sup>36</sup> Anarquía entendida en su acepción de desorden. Voz vernácula, de general aceptación, pero por lo general rechazada, debido a consideraciones ideológicas, por los defensores del anarcocapitalismo y el anarquismo individualista de mercado. El propio Huerta de Soto interpretaría la palabra «anarquía» como una virtud en tanto que, de acuerdo a su visión, la libertad encuentra alcanza su cenit en ausencia del Estado. En cuanto a las regulaciones que propugna, como haremos notar en la sección correspondiente, el español argumenta que no se trata de imposiciones arbitrarias ni de modos de planificación centralizada, sino de un código legal basado en los conceptos tradicionales del derecho, emanados estos de un largo proceso de evolución social espontáneo.

da como producto de tipos de interés manipulados en contra de las preferencias de la sociedad, sin embargo es posible argumentar, como lo hace Minsky, que no siempre es este el caso.

Consideramos que, en aras de un tratamiento adecuado y honesto del tema, caracterizar correctamente el enfoque austriaco de ciclos económicos revierte una importancia capital. Caso contrario podría argumentarse que una política estricta sobre los tipos de interés eliminaría por completo y a perpetuidad el problema de los ciclos económicos, con lo cual se habría decretado, como si se tratara de un dogma, la infalibilidad del mercado. Sería, a nuestro juicio, una proposición anticientífica.

La pertinencia de enfatizar la descoordinación como punta de lanza de las crisis cíclicas atiende a consideraciones ontológicas del objeto de estudio. Volviendo sobre una alegoría que habíamos planteado con anterioridad, vale la pena trazar un paralelismo con la indagación médica. ¿Puede afirmarse que la tos provoca la influenza o que la influenza provoca la tos? Ya que contestamos esta pregunta debemos hacernos una segunda: ¿de qué depende que los organismos contraigan la influenza? ¿Se trata de un evento fortuito o es que el individuo presenta un sistema inmune débil? Si se trata de lo segundo, entonces tal vez la propensión a contraer la influenza señale la existencia de un problema orgánico que deba atenderse. Esta analogía permite recalcar la importancia de hacer una clara distinción entre las múltiples capas que entrañan los problemas económicos.

La epistemología constituye una de las principales preocupaciones de los economistas austriacos. Estamos, en primer lugar, ante un enfoque marginalista que rechaza la teoría objetiva del valor. Los intercambios son posibles ya que los agentes pretenden maximizar su utilidad en todo momento. Cada uno de los involucrados valora más lo que recibe de lo que entrega a cambio. De no ser así, el intercambio no se lleva a cabo. Cuando se celebra la transacción cada uno de los actores verá maximizado su bienestar. Podría argüirse que no hay un límite en la satisfacción, sin embargo en el día a día se observa que unidades adicionales contribuyen cada vez menos al bienestar total. A este fenómeno se le conoce como la ley de la utilidad marginal decreciente, y es uno de los grandes principios que rigen la actividad económica.

El subjetivismo fue una de las mayores revoluciones en el campo de la economía. Salvo por la tradición marxista, la única que desde sus orígenes en el siglo XIX sobrevivió más o menos intacta, se llegó a una suerte de consenso sobre la naturaleza de los procesos económicos.

Faltaba por resolver qué implicaciones podrían derivarse de un análisis que parte del reconocimiento de la naturaleza marginal de dichas actividades. Los caminos comienzan a divergir en el momento en que los principales actores de la revolución marginalista se preguntan cómo debe estudiarse la economía.

El enfoque austriaco abreva de dos fuentes principales: el marginalismo de Carl Menger y la escolástica, heredera a su vez de la filosofía aristotélica. Murray Rothbard ha escrito un texto especialmente esclarecedor sobre las raíces de la episteme austriaca:

Primero, al contrario que Jevons y Walras, que creían que las leyes económicas eran hipótesis que se ocupaban de cantidades sociales, Carl Menger y sus seguidores sostenían que la economía investigaba, no las cantidades de los fenómenos, sino las esencias subyacentes de entidades reales como el valor, el beneficio y otras categorías económicas.<sup>37</sup>

No las apariencias, evidentes en las identidades contables, en la estadística o en las ecuaciones, sino la naturaleza del fenómeno. La duda que se pretende desentrañar es: ¿por qué persiguen los individuos, empresarios y trabajadores, el beneficio? Y ya que se llega a una respuesta, hay que preguntarse en qué medida esta explicación es válida para todo individuo en todo tiempo.

Rothbard nota que, en el empeño por sistematizar la ciencia económica, Walras y sus herederos, quienes a la sazón se volverían los principales referentes en la academia, se dieron a la tarea de encapsular en un análisis matemático y racionalista a los actos que los hombres, movidos por las más diversas motivaciones, llevan a cabo en la esfera de los intercambios y la producción. Menger y sus continuadores se rebelarán a la pretensión científicista de modelar la naturaleza humana:

Segundo, Menger sostenía, frente a Jevons y Walras, que las leyes económicas expresadas en ecuaciones matemáticas son solo afirmaciones arbitrarias: por el contrario, las verdaderas leyes económicas son “exactas”, en terminología de Menger, lo que significa que las leyes describen secuencias invariables al tiempo y al lugar.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Rothbard, Murray (2006 [1976]). *Nueva luz sobre la prehistoria de la escuela austriaca*. Recuperado de Mises Daily: <https://mises.org/es/library/nueva-luz-sobre-la-prehistoria-de-la-escuela-austriaca>

<sup>38</sup> Ibid.

La particularidad del marginalismo mengeriano está en la búsqueda de la verdad innata de las cosas, idea ésta de cuño aristotélico. A la vuelta de siglo y en línea con las aspiraciones de Menger, Ludwig von Mises abogará por una epistemología apriorística que tome en consideración el factor humano cada vez menos presente en los tratados económicos de la época. Hacia el final de su producción intelectual, Mises se propondrá construir una teoría general de la actividad humana. Incluso se arroga la audacia de acuñar un nuevo término para la ciencia que él creía estar desarrollando: la praxeología. A ésta la define como la ciencia que se ocupa del estudio de los hombres que actúan.

Mises entiende que la praxeología se diferencia de la economía y la cataláctica. La economía, dice él, se ocupa de investigar la naturaleza de la determinación de los precios y los intercambios en el marco de los cálculos los individuos efectúan en el mercado. La economía, por tanto, forma apenas un aspecto del estudio praxeológico.

La piedra angular que detona las reflexiones de *La acción humana* de 1947, es el axioma de la acción humana, el cual postula que «la acción constituye la esencia del hombre... [de tal suerte que éste] no es solamente *homo sapiens*, sino *homo agens*» (La acción humana, 1947, pág. 18) . Si al hombre se le priva de la acción, le es arrebatada su misma humanidad. El postulado de Mises concuerda con la máxima del liberalismo según la cual la libertad individual, anclada en la naturaleza del hombre y no como resultado de la concesión de un poder ajeno a él,<sup>39</sup> constituye la primera y más importante preocupación filosófica. De ahí la trascendencia y necesidad del individualismo metodológico.

Más allá de sus páginas iniciales, *La acción humana* no es, en sentido estricto, un tratado de filosofía política ni mucho menos de metafísica. Mises prefiere acotar su estudio a las acciones que los hombres llevan a cabo en el mercado y reconoce que su interés intelectual no está en quienes no actúan dentro del proceso económico. Deja a sus seguidores el campo abierto para la indagación praxeológica.

Nosotros volvemos a los orígenes del marginalismo. Rothbard proporciona una cita de particular elocuencia que extrajo de un estudio más bien oscuro y olvidado del historiador del pensamiento

---

<sup>39</sup> Nos referimos, desde luego, al Estado o, en ausencia de éste, a una suerte de voluntad general a partir de las cual surgen las cualidades del hombre social. Ciertamente, por motivos de tradición, ha habido en no pocos autores liberales una preocupación teológica, sobre todo de talante cristiano, sobre la naturaleza del libre albedrío.



económico Emil Klauer: «Para Marshall, coste y valor, oferta y demanda son factores interdependientes cuya conexión funcional puede explicarse en una ecuación o figura geométrica. Para Wieser, Menger y especialmente Böhm-Bawerk los deseos del consumidor son el principio y fin del nexo causal».<sup>40</sup>

En efecto, Böhm-Bawerk, el discípulo más distinguido de Menger, se encarga de formular la teoría del capital a partir de la cual basarán los austriacos, y en especial Friedrich Hayek, el estudio del ciclo económico. Más adelante, en el capítulo 3, se hará una descripción más detallada. Baste decir que Böhm-Bawerk renuncia a los análisis estáticos de Walras y caracteriza al capital y a la producción como categorías imposibles de analizar si se asume que permanecen fijas en el tiempo. El aspecto intertemporal de la teoría austriaca del ciclo económico no puede, de ninguna manera, entenderse sin las aportaciones de Böhm-Bawerk, y serán éstas las que expliquen, más adelante, la negativa de muchos economistas austriacos a basar sus estudios en las magnitudes agregadas de Keynes.

Así como no es posible hablar de un solo marginalismo, tampoco conviene categorizar al liberalismo como un pensamiento monolítico. Los debates académicos del siglo XX son prueba de que, en el marco de una filosofía común, se desprenden multitudes de aristas. En particular, nos referimos a las ideas contrapuestas de Milton Friedman y los austriacos en el marco del estudio del ciclo económico.<sup>41</sup>

Suele atribuirse, sobre todo desde la izquierda, a Friedman la continuidad de la tradición de Hayek. Razonan de este modo: ambos son liberales, los dos convivieron en la Mont Pelerin Society y, no menos importante, tanto Mises como Hayek participaron del Coloquio Walter Lippmann que habría apuntalado al neoliberalismo global, ideología que décadas más tarde desembocaría en el Consenso de Washington. Esta narrativa, que no carece de varias verdades pero que omite muchos detalles,<sup>42</sup> se olvida de las diferencias fundamentales entre la escuela de Chicago y el enfoque hayekiano.

---

<sup>40</sup> Citado por Rothbard en op. cit.

<sup>41</sup> Diferencias que, valga decir, también se extienden al campo de la filosofía política. Si bien Milton Friedman era un partidario del Estado mínimo y, en general, de la libertad de mercado, en ocasiones presumía de un pragmatismo que no dejaba de sorprender a sus colegas austriacos. El bono educativo, que consistiría en un subsidio específico y focalizado, resultaba inadmisibile para los libertarios más férreos del ala miseana.

<sup>42</sup> Como el alejamiento de Friedman de la Mont Pelerin Society ante el famoso exabrupto de Mises. Enfurecido por las posturas estatistas del monetarista, el autor de *La acción humana* se habría retirado del salón al grito de que

Friedman rechaza categóricamente la teoría austriaca del ciclo económico sobre las bases de la ortodoxia neoclásica. Los austriacos se oponen al monetarismo por lo que ellos consideran es un empleo burdo de la teoría cuantitativa del dinero. El monetarismo no toma en cuenta la visión intertemporal y heterogénea del capital de Böhm-Bawerk y en cambio favorece una macroeconomía neoclásica basada en el trabajo donde el capital se exhibe como una categoría homogénea y estática.

Nótese que el *plucking model* friedmaniano presenta una visión esencialmente distinta de los auge y las crisis del capitalismo con respecto a la que sostienen los autores austriacos. Las recesiones son fenómenos de desequilibrio, mientras que la recuperación es siempre un suceso benigno que no conlleva implícitamente la profecía de la siguiente crisis. Para Mises y Hayek, el propósito de la política monetaria no es, como creía Friedman, devolver a una economía estancada a su trayectoria potencial de crecimiento.

Por el contrario, arguyen que la instrumentación de políticas expansivas envía señales equívocas, a través de la tasa de interés, que distorsionan las preferencias temporales tanto de los productores como de los consumidores. El nuevo auge estará caracterizado por la euforia irracional, de modo que el crecimiento desmedido no será una mera reestructuración de los procesos productivos, sino una crisis en proceso de cocción. En definitiva, el monetarismo supone tanto un viraje epistémico como un rompimiento con las teorías hayekianas del ciclo económico y del capital.

Cuando se analiza la historia del pensamiento económico, a la luz de las tendencias en los consensos académicos, el Nobel concedido a Hayek no fue óbice para su progresivo alejamiento del *mainstream*. Veíamos que en la década de los setenta la contrarrevolución de la nueva macroeconomía clásica y el surgimiento del monetarismo operó un cambio de paradigmas. La teoría del ciclo de Hayek cayó en el olvido mientras que el enfoque de Chicago, la nueva macroeconomía clásica y el poskeynesianismo reclamaban la primacía en la académica.

---

todos eran una manga de socialistas. Y, por otro lado, el Coloquio Walter Lippmann resultó menos favorable para el tipo de liberalismo que proponían Hayek y Mises. Leyendo las actas, se puede comprobar que eran más los defensores de una suerte de economía social de mercado más bien moderada y en línea con lo que, en la actualidad, sería la socialdemocracia. O un progresismo con propiedad privada, libre mercado en lo general, sazonado con gotas de asistencialismo. De cara al ascenso del comunismo soviético, la postura moderada de la mayoría de los participantes del congreso podía interpretarse como un método de devolverle un poco de prestigio a un capitalismo occidental que atravesaba por sus peores momentos.

En descargo de las narrativas victimistas que interpretan el ostracismo académico como si de una conspiración contra la verdad se tratase, vale hacer notar que los austriacos posteriores a Hayek se concentraron sobre todo en estudios epistemológicos, de historia económica y filosofía política, dejando de lado la micro y la macroeconomía. De ello dan cuenta los voluminosos estudios de Murray Rothbard y las indagaciones sobre la naturaleza de la democracia de Hans-Hermann Hoppe. Será Roger Garrison (1986) (2001) quien intente reintroducir el enfoque austriaco a la academia por medio de la implementación de técnicas de análisis neoclásicas, mientras que Huerta de Soto (1992) (1997) (1998) procurará rescatar la metodología de Mises.

Pero sobre todo el interés renovado en la explicación austriaca de los ciclos económico puede atribuirse, en parte, a la ineficacia de las medidas monetaristas y keynesianas por impedir las crisis de los años noventa y los dos mil. No se pretende insinuar que este desconcierto tan solo ha impactado positivamente el interés en los planteamientos austriacos. Un claro ejemplo de otra teoría revalorada es aquella de Hyman Minsky. En tiempos crisis, ante la miopía de las posturas convencionales, reverdecen las formulaciones alternativas.

### Capítulo 3. La teoría austriaca del ciclo económico

Se ha definido ya la teoría austriaca del ciclo económico como un enfoque que considera las fluctuaciones en tanto que fenómenos endógenos, monetarios y recurrentes. Sostenemos junto con Garrison (2005) que la teoría austriaca del ciclo económico se caracteriza por ser una teoría del auge insostenible. Nótese la diferencia vital de este planteamiento con aquel de la escuela neoclásica. Para los autores que basan el análisis en modelos de equilibrio general, los ciclos económicos se manifiestan en términos de estabilidad. Toda desviación de la senda de crecimiento potencial conlleva, en el largo plazo, a un nuevo equilibrio.

Según el paradigma austriaco, la recesión ha de entenderse como el principal mecanismo de ajuste. Su tendencia, por lo tanto, no es el retorno al equilibrio, sino a un estado de catarsis en el que los empresarios deben asumir los costos de sus malas decisiones y reestructurar el aparato productivo. Después del auge inicial el mercado no tiene garantizado el retorno a su senda potencial. Generalmente se ubica por debajo de ella. Una vez superada la recesión, tan pronto son purgados los malos proyectos de inversión, la economía está preparada para crecer de nuevo. Pero el equilibrio no se logra, pues, en el horizonte próximo, se avecina un nuevo momento de crecimiento insostenible. La crisis es un fenómeno que se perpetúa a sí mismo.

Para llegar a dichas conclusiones se hace necesario postular una serie de supuestos básicos. Siguiendo a Garrison (1986) mencionamos seis.

1. **El proceso productivo se define como un proceso en etapas.** Se establece una clara diferenciación entre bienes que contribuyen a la producción en las etapas iniciales y los bienes de consumo al final del proceso. El análisis comienza con un claro entendimiento dinámico de la economía. Esto implica que los *shocks* monetarios afectarán mayormente a una etapa del proceso productivo. Los empresarios volcarán sus decisiones de inversión hacia una de las etapas. El trabajo se concentrará en dichos sectores.
2. **Los precios actúan como señales.** Funcionan como el mecanismo que transmite la información económica. A partir de estas señales es que los individuos toman sus decisiones. Los precios no se limitan a cantidades nominales en los bienes de consumo, incluyen también magnitudes como la tasa de interés. Los tipos de interés, a través del

mercado de fondos prestables, dirigen las decisiones de ahorro e inversión. Este es un punto esencial de la teoría.

3. **El dinero toma la apariencia del ahorro.** Ante las manipulaciones de la oferta monetaria se produce una descoordinación intertemporal. Una caída artificial en la tasa de interés induce a los agentes a pensar que el nivel de ahorro de la economía puede respaldar nuevos proyectos de inversión. Pero esto es una ilusión por el circulante que ha sido inyectado a la economía con el fin de bajar las tasas de interés.
4. **Los bienes de capital son heterogéneos.** No existe un único capital  $K$ . Estos se dividen entre los de orden inferior  $K_i$  (cerca de las primeras etapas de la producción) y los de orden superior  $K_{i+n}$  (cerca de las etapas finales). Las alteraciones en la tasa de interés se manifiestan en una sobreinversión preferente en los bienes de capital más cercanos a las primeras etapas de la producción.
5. **La demanda de trabajo no se deriva de la demanda de mercancías.** Las demandas pueden moverse en direcciones opuestas. El descenso en el consumo presente no se traduce necesariamente en una caída de la producción. Una tasa de interés artificialmente baja, independiente de la demanda de bienes por parte de los consumidores, bastará para que las empresas aumenten sus niveles de deuda, por medio de la inversión y la contratación de créditos, para incrementar el monto de lo producido.
6. **Hay información imperfecta.** Las decisiones son racionales en el sentido de que los agentes buscan maximizar su utilidad, pero sus actos pueden no ser óptimos debido a los problemas de extracción de señal. Se asume que, en condiciones de información perfecta, los agentes podrían discernir la naturaleza de las alteraciones que sobre la producción tendría una política económica. Sin embargo, como señala Garrison (2005), los autores austriacos no contemplan esta posibilidad y, por lo mismo, no merece la pena investigarla. El razonamiento lo ofrece Hayek. Para el Nobel existen dos tipos de información; aquella que está asociada al presente (lo que perciben todos los agentes de la economía) y aquella que se refiere a la estructura misma del sistema económico. Los agentes no tienen acceso a la segunda. Pueden tener, en todo caso, un conocimiento parcial. De ello se deriva la suposición de que, en todo momento, los agentes actúan en un entorno de información imperfecta. Se rechaza el supuesto de expectativas racionales.

## El cálculo económico

Habiendo establecido que uno de los pilares de la teoría austriaca es el marginalismo, pasamos a plantear el concepto del cálculo económico. Planteado originalmente en 1920 en el artículo *El cálculo económico en la sociedad socialista*,<sup>43</sup> Ludwig von Mises intenta demostrar que existe un mecanismo en la economía de mercado cuya ausencia hace imposible el mantenimiento sostenible de la planificación central. Se refiere a los precios.

Debe entenderse la crítica de Mises a la luz de la incertidumbre que entrañaba la aplicación del socialismo a principios del siglo XX. El triunfo de la Revolución Rusa había contradicho una de las predicciones principales de Marx, la idea de que la transición hacia la dictadura del proletariado se daría primero en las sociedades industriales. Lenin admitió verse presionado por las circunstancias históricas, tanto externas como internas, cuando decidió implementar la Nueva Política Económica.

La NEP, en sus inicios, no supuso el viraje de ciento ochenta grados que hubieran preferido los más ardientes idealistas del movimiento bolchevique. El poco desarrollo de la industria y las condiciones de guerra al este de la frontera rusa llevaron a Lenin a implementar una suerte de capitalismo de Estado. A lo largo de su gestión siguieron proliferando las empresas privadas que, en la práctica y desde una perspectiva puramente marxista, seguían operando según la lógica de la ganancia y la explotación. Se trataba, ante todo, de pacificar al campesinado y de operar una reforma agraria que apuntalara el desarrollo de las fuerzas productivas.

Mientras Mises escribía su primera crítica a la imposibilidad del cálculo económico en el socialismo, los propios operadores del mundo soviético se veían en la necesidad de arrastrar los vestigios que, precisamente, hacían eficiente la gestión capitalista. La NEP se había concebido como una etapa de transición, de modo que si el paso hacia la economía planificada era inminente los intelectuales comunistas debían resolver cuanto antes el reto planteado por Mises. No ya por demostrar el equívoco de un planteamiento burgués, sino con el fin de diseñar las medidas de política pública del nuevo régimen.

---

<sup>43</sup> Una versión del mismo se halla contenido en la obra: Mises, Ludwig von. *El socialismo. Análisis económico y sociológico*, 1922.

El marginalismo desecha la teoría del valor objetivo y en su lugar adopta una visión subjetivista. Los intercambios son posibles precisamente porque hay un diferencial entre las valoraciones individuales de los agentes. Asimismo, no es posible calcular con precisión el valor de los bienes. Pueden conocerse ciertos datos sobre los mismos, por ejemplo el costo de producción o qué tanto son demandados, pero en contra de lo que postulan los economistas clásicos no hay manera de que alguien adscriba un valor determinado e inamovible a una mercancía. Este valor varía según las preferencias subjetivas de los involucrados en el proceso económico. En palabras de Mises:

No existe ningún método válido para construir una unidad de valor. Recordemos que dos unidades de un bien homogéneo son necesariamente valoradas de manera diferente. El valor atribuido a la unidad número  $n$  es siempre inferior al de la unidad número  $n-1$ .<sup>44</sup>

Sin embargo, el mercado ha encontrado una manera de tender un puente entre los mundos de la subjetividad y del mundo de los cálculos numéricos. Se trata de los precios de mercado. No se trata de índices ni de medidas del todo objetiva. Los precios son un mecanismo de transmisión y traducción de la información. Proveen una pista sobre el pasado económico, «reflejan simplemente lo sucedido en cierta ocasión y momento bajo determinadas circunstancias.»<sup>45</sup>

Al tratarse de información del pasado, los precios devienen el nexo con el futuro. El cálculo económico se produce con el mañana como precondition. Los individuos toman decisiones de consumo e inversión con miras en el porvenir. Según las expectativas ajustan las medidas que se disponen a emprender. Pero no se trata de simples especulaciones basadas en el aire o en un azaroso ánimo general. La acción humana, según la entiende Mises, se basa en la ponderación de los precios esperados. Así, la incertidumbre promueve y determina la acción.

La anterior es una afirmación que Mises va reiterar en numerosos pasajes de *La acción humana*:

Lo que por medio del cálculo económico fundamentalmente se pretende no es ponderar situaciones y precios de mercado de escasa o ninguna variabilidad, sino abordar el cambio

---

<sup>44</sup> (Mises, *La acción humana*, 1947, pág. 249)

<sup>45</sup> *Ibid*, pág. 255.

y la mutación [...]. Los precios del pasado son para [el hombre que actúa] meros puntos de partida en su intento de anticipar los precios futuros.<sup>46</sup>

Pero no se trata simplemente de precios. Para que estos expresen de manera óptima la información se requiere de un bien adicional: el dinero. Solo mediante éste es que el cálculo económico termina de acortar la brecha entre los mundos de las valoraciones subjetivas y la del análisis numérico. El dinero no se limita a ser un medio de intercambio aceptado por la generalidad. Otra de sus funciones es la de expresar el estado real de la economía, de tal suerte que «los tipos de cambio que entre el dinero y los diversos bienes y servicios registró ayer el mercado, así como los que se supone que registrará mañana, son herramientas mentales merced de las cuales resulta posible planificar el futuro económico»<sup>47</sup>.

Cuanto más crecen en complejidad las economías, tanto mayor deviene la importancia del cálculo asociado al sistema de precios. En condiciones primitivas, la disponibilidad o falta inmediata de los recursos, así como el relativo aislamiento de las comunidades, los precios no son del todo necesarios. Las decisiones de producción se toman al momento con la certeza de que son, por la mayor parte, acertadas. De ahí que la toma de decisiones centralizadas sea común en sociedades de carácter primigenio, aquellas cuyo sistema de producción estaría basado en lo que Marx denomina el comunismo primitivo.

En ese tenor, Mises pretende afrontar el problema del cálculo en las sociedades que se han desarrollado lo suficiente para requerir un sistema de precios monetarios a fin de organizarse de la mejor manera. El reto no solo atañe a los países comunistas, sino también a las sociedades de capitalismo intervenido. Concretamente, Mises se refiere al vicio de la estabilización o la idea de que los Estados pueden y deben llevar al equilibrio todas las magnitudes económicas. Sea el producto interno bruto, el nivel general de precios o la cantidad de dinero circulante. La mera pretensión de moldear la realidad revierte de suyo la misma actitud planificadora y miope de los ingenieros del socialismo.

Aun existiendo precios monetarios, el cálculo pierde precisión a medida que se agregan las unidades de cuenta. Suponiendo que la autoridad central, en un instante borgeano, tuviera acceso completo a todos los datos numéricos en un momento dado, no podría conocer los millardos de

---

<sup>46</sup> Ibid, pág. 257

<sup>47</sup> Ibid, pág. 253



valoraciones subjetivas. Preferencias personales que, además, varían con cada instante que pasa. La economía, como la mente humana, es dinámica.

Mises se vale de un ejemplo que atañe sobre todo a las clases populares y que no resultará ajeno a los analistas de la coyuntura. Cuando se habla de inflación en términos macroeconómicos<sup>48</sup>, se sobreentiende que los institutos de estadística han preparado un índice basado en una serie de artículos representativos. Sin embargo, se sabe que las emisiones monetarias no afectan en el mismo instante y en la misma medida a todos los precios.

Por lo mismo, la reacción de los agentes al nuevo nivel de dinero será diferente de acuerdo al sector y como ha sido éste impactado por la emisión. De modo que si se ha inyectado una gran liquidez, es posible que ésta se vea reflejada de modo desproporcionada en los precios de productos de consumo final —aquellos de la canasta básica— y no de los factores primarios e intermedios de la producción. Suele suceder que una magra inflación del 2% sea percibida como del 10%, por elegir una cifra arbitraria, en los sectores más impactados. Sin embargo, las cuentas no mienten y el promedio, de acuerdo al índice, es acertado y refleja el estado general de los grandes agregados macroeconómicos.

[E]sos índices no nos proporcionan más que una tosca caricatura de hechos bien conocidos y constatados a diario por todo el mundo. Cualquiera ama de casa sabe más de las variaciones experimentadas por los precios que le afectan que todos los promedios estadísticos. De poco le sirven a ella unos cálculos que nada le dicen ni de la calidad del bien ni de la cantidad del mismo que, al precio de la estadística, es posible adquirir. Cuando, para su personal información, procede a «medir» los cambios del mercado, fiándose sólo del precio de dos o tres mercancías, no está siendo ni menos «científica» ni más arbitraria que los engreídos matemáticos en la elección de sus métodos para manipular los datos del mercado.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Los austriacos entienden la inflación no como el aumento generalizado del nivel de precios, sino como la adición de masa monetaria. Según los mecanismos de transmisión, es posible que una inyección masiva de dinero no se traduzca en una elevación de los precios. Este fenómeno ha podido verse en la reciente crisis de 2008. Por medio de la política conocida como el Quantitative Easing, la Reserva Federal inyectó millones de dólares al sistema financiero sin que esto se tradujera en una hiperinflación en el sentido macroeconómico. Esto se debe a que dinero se introdujo como una medida de financiación para el sistema bancario. No toda expansión monetaria tiene que fluir en su totalidad a la economía real.

<sup>49</sup> Mises, Ludwig von, op cit, pág 270.

Pero si sólo se tratara de un problema de cómo se presenta la información, tal vez la furia de Mises no sería tan evidente. Detrás de la creencia de que la autoridad central tiene un conocimiento privilegiado de la información económica yace la posibilidad de instrumentalizar aquellas medidas que generan el ciclo económico.

Cuando las autoridades incrementan la cantidad de dinero circulante, ya sea con miras a ampliar la capacidad adquisitiva del gobierno, ya sea buscando una (temporal) rebaja del tipo de interés, desarticulan todas las relaciones monetarias y perturban gravemente el cálculo económico.<sup>50</sup>

En definitiva, el momento en que se pervierte la información económica, alterando los basamentos del cálculo, se descoordinan las preferencias temporales de los agentes.

## **El teorema regresivo del dinero**

«¿Es el dinero un miembro orgánico del mundo de las mercancías o es una anomalía económica?», se pregunta Carl Menger en su ensayo *Sobre el origen del dinero* (1891) .

La sociedad suele asumir el dinero como algo dado, un componente integral de su vida cotidiana. La existencia del dinero permite facilitar los intercambios y realizar el cálculo económico. A lo largo de la historia muchas mercancías han servido a este propósito: el ganado, la sal, el cacao, los metales. Vemos que cada una de estos objetos no es únicamente dinero. Cada uno de ellos, además de valor de cambio, posee un valor de uso. Hay, por lo tanto, dos formas de demanda. La gente que comerciaba con sal no solo la quería para almacenarla, sino también para consumirla. Del mismo modo, el metal tiene usos industriales y ornamentales.

¿Cómo es que la sociedad determina qué mercancía se vuelve dinero? Y más importante, ¿cómo es que, históricamente, surgió dicha categoría económica? La escuela chartalista planteaba que el dinero surge desde arriba. Es decir, como una imposición de la ley. Un gobierno determina qué mercancía satisface mejor las características que se requieren para ser unidad de cuenta y depósito de valor. Se prefieren aquellas con una mayor liquidez, portabilidad y que sean lo suficientemente escasas. No parece que arrear vacas o cargar con costales de sal sea conveniente.

---

<sup>50</sup> Ibid, pág. 271.

Para resolver este problema puede imprimirse un certificado que obligue a la entidad emisora a redimir una determinada cantidad de papeles por su correspondiente en especie. Respaldar la emisión monetaria en ganado sigue planteando problemas: además de que, debido a razones biológicas, la oferta no es estable, los animales son valorados en diferente medida según su raza, sexo, la proximidad a la muerte. La legislación tendrá que buscar un patrón menos problemático. Tradicionalmente, los metales se han impuesto como el medio de cambio y depósito de valor preferidos. El chartalista argumentará que, en algún punto de la historia, el gobierno descubrió qué mercancías resultarían más convenientes. Entonces legisló al respecto y la sociedad en su conjunto aceptó la nueva convención.

Menger no se muestra satisfecho con esta interpretación: «es claro que la elección de los metales preciosos mediante una ley o convenio, aunque fuera la consecuencia de su peculiar adaptación a los fines monetarios, presupone el origen pragmático del dinero y de la selección de esos metales, y esa presuposición no es histórica». Se lee entre líneas que el austriaco se dispone a delinear una teoría del origen espontáneo del dinero.

El factor principal a tomar en cuenta es la liquidez. Característica ésta que destaca en los metales. Almacenarlos, transformarlos y transportarlos resulta más sencillo que hacerlo que con casi cualquier otro material. Los agentes tenderán a favorecer aquellos bienes que por su naturaleza presentan una liquidez casi perfecta y que, por motivos asociados al uso, han sido valorados a lo largo del desarrollo histórico. En ese sentido, la aceptación general del oro y la plata precede a las legislaciones. En todo caso, el Estado recoge el consenso y emite una ley al respecto.

Ciertamente el gobierno podría desafiar a la voluntad popular, decretando la sal como patrón. Los metales, sin embargo, seguirán siendo demandados debido a las características que le son intrínsecas. Su potencial para volver a convertirse en dinero sigue latente pese a los dictados de la ley, no tanto porque estén predestinados a serlo —sea por razones metafísicas o divinas— sino porque ellos presentan la cualidad que, mientras más abundante sea, entraña una mayor probabilidad para dotar a la mercancía de su potencial dinerario: la liquidez. Como dice el austriaco, «[l]a teoría del dinero necesariamente presupone la existencia de una teoría de liquidez de los bienes».

Nótese que Menger se ha propuesto descubrir el denominador común de los bienes que pueden volverse dinero. No es el suyo un argumento dogmático, ni un análisis *ad hoc* sobre la

superioridad de los metales como dinero. El análisis mengeriano deja entrever que si se descubriera una mercancía superior al oro o la plata, que recogiera y magnificara sus cualidades dinerarias, la sociedad tendería a favorecerla con el paso del tiempo. Éste sería un proceso espontáneo, pues como bien se sabe, según enseña el enfoque marginalista, lo que rige la actividad económica es el complejo entretendido de las valoraciones y preferencias subjetivas.

Si imaginamos un escenario catastrófico en que la humanidad se viera en la necesidad de reinventar el dinero, empezando desde el trueque, los comerciantes se verían en la necesidad de elegir las mercancías más líquidas, transformables, transportables y almacenables. El detonante de este proceso no será jamás la decisión de un gobernante. Las leyes, a lo sumo, sancionan lo que puede usarse como moneda, pero no inventan la moneda, no la hacen aparecer en la economía. Por lo mismo, Menger se llega a la conclusión de que en todo momento de la historia el dinero surge y surgirá desde abajo, a partir del nivel individual, en el mercado, en el espacio donde se contrastan las voluntades y se someten a prueba y error los mecanismos de la acción humana.

Hacer hincapié en el verdadero argumento de Menger permite entender cómo se diferencia del planteamiento de von Mises, que en su obra de 1912, *La teoría del dinero y del crédito*, toma la forma de lo que será conocido como *el teorema regresivo del dinero*. Los economistas de la rama miseana, especialmente Huerta de Soto, tenderán a usar este postulado para defender el retorno al patrón oro en el contexto de la problemática de las expansiones crediticias y el ciclo económico. Para un tratamiento más a detalle del tema véase el apartado *La propuesta de Huerta de Soto*, al final de este capítulo. Nuestro propósito, por el momento, es describir en pocas líneas el planteamiento básico de Mises.

Siguiendo las huellas del artículo de Menger, el teorema regresivo del dinero intenta resolver un aparente problema de lógica circular que surge cuando se estudia el tema de cómo aparece el dinero en la economía. Se comienza planteando que lo que determina la demanda del dinero es su poder adquisitivo. Dicho de otro modo, la gente demanda dinero en la medida en que con éste puede adquirir otros bienes. No se demanda dinero por el dinero mismo: un billete que no puede usarse como medio de intercambio o depósito de valor no puede tener otra demanda que aquella del material que está hecho. Lo mismo sucede con el ganado o el oro.

Lo siguiente es preguntarse qué, en específico, determina el poder adquisitivo del dinero. Parecería que la única respuesta posible es que el determinante es la misma demanda. De no haber demanda, el bien pierde en automático su calidad de dinero. Volvemos al ejemplo del billete. Un rectángulo de papel no tiene, por sí mismo, valor como moneda en el mercado. Lo tendrá cuando la gente empiece a demandarlo. Será entonces cuando surja el poder adquisitivo. Y ese poder se mantendrá en la medida en que la gente espere que dicha capacidad se mantenga en el futuro. Los agentes no estarán dispuestos a recibir como pago una mercancía que, al perder su valor, no podrá usarse como dinero en el mañana.

Si la demanda está determinada por el poder adquisitivo, y el poder adquisitivo lo determina la demanda de dinero, pareciera llegarse a un punto muerto. El teorema regresivo explica que para ser capaces de entender por qué ciertos bienes revierten poder adquisitivo hay que retrotraerse al origen de los mismos, al momento en que no eran demandados como dinero. Ludwig von Mises se apoya del estudio de Menger para postular que, en el conjunto total de los bienes económicos, existe un cierto tipo que puede convertirse en dinero. Son aquellos que, en su origen, tenían una demanda no monetaria. Los metales preciosos son un ejemplo de ello: antes de que se los usara como dinero tenían valor industrial u ornamental.

Si el dinero no es una creación externa, sino una mercancía que surge espontáneamente durante el proceso económico, entonces entre sus características principales, a decir de Mises, es que se trata de un bien superior. Es decir, tiene valor de uso (poder adquisitivo), a diferencia de los medios fiduciarios (moneda fiat, billetes y deuda), cimentado en un previo valor de cambio que no depende de su carácter monetario. El hecho de que Mises no considere los medios fiduciarios como auténtico dinero revierte una importancia capital en su pensamiento económico. Se hace necesario diferenciarlos de otros sustitutos monetarios, tales como las letras de cambio o los pagarés que están respaldados en dinero real.

La emisión de certificados monetarios no aumenta la cantidad de cosas disponibles para satisfacer la demanda de existencias de efectivo. Por tanto, la cantidad de certificados monetarios no altera la oferta monetaria ni la relación monetaria. No desempeñan ningún papel en la determinación del poder adquisitivo del dinero.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> Mises, La acción humana, 1947, pág. 519

Sin embargo, esto no sucede cuando se habla de medios fiduciarios. Su efecto inflacionario tiene consecuencias tanto en la estructura de precios como en la conformación de las preferencias temporales. Esto se debe a que, aunque tales medios no sean dinero *per se*, los agentes los interpretan como tales. Mises opina que el hecho de que los gobiernos y el sistema de banca central alienten la proliferación de los medios fiduciarios permite las expansiones crediticias que a la postre generan el ciclo económico. En palabras del austriaco,

Mientras que la cantidad de certificados monetarios es indiferente, la cantidad de medios fiduciarios no lo es. Los medios fiduciarios afectan a los fenómenos del mercado de la misma manera que el dinero. Los cambios en su cantidad influyen en la determinación del poder adquisitivo del dinero y de los precios y (temporalmente) también en el tipo de interés.<sup>52</sup>

Finaliza el capítulo señalando que los economistas clásicos solían creer que los sustitutos monetarios, como los pagarés o las letras de cambio, eran lo mismo que el dinero. Mises considera que esto es incorrecto. Por último, señala que la expansión crediticia solo es posible cuando se conceden créditos circulatorios asociados a los medios fiduciarios. Sin embargo, y esto es importante, la existencia del medio fiduciario no implica, como tal, la expansión crediticia. Mises no lo dice con todas las letras, pero deja entrever que bajo un régimen de coeficiente de caja del 100%, los préstamos otorgados con respaldo en ahorro real (es decir, los depósitos a la vista), serían una forma no expansiva de crédito circulatorio. Es el hecho de que los bancos puedan otorgar créditos mediante la creación de nuevos medios fiduciarios —por medio de la reserva fraccionaria, queda implícito— lo que permite expandir el crédito más allá de sus límites naturales.

### **La tasa de interés natural, un concepto clave**

Para la teoría austriaca la tasa de interés es un precio. Como tal, es un transmisor de información. A través del interés se manifiestan las preferencias temporales de consumo e inversión.

El concepto se remonta a las teorizaciones de Knut Wicksell. Para el economista sueco la tasa de interés natural no depende de factores monetarios. En ausencia de una política externa, como la que emplearían los bancos centrales o cuando no es posible aumentar de manera artificial

---

<sup>52</sup> Ibid, pág. 520.

cantidad de circulante, la tasa de interés se determina en el mercado de fondos prestables en el momento en que se coordinan las decisiones gasto y ahorro. Se trata, por lo tanto, de un indicador intertemporal que relaciona el consumo presente con las inversiones a futuro. De esta manera la tasa de interés sirve de nexo temporal en el proceso productivo y es así como incide sobre la esfera real.

Wicksell no rompe del todo con la visión neoclásica. Como Walras, concebía un escenario de equilibrio general en el que, no obstante, el dinero deja de ser neutral. En su opinión existe un segundo tipo de interés, que él llama la tasa de interés monetaria. Otros autores la llamarán tasa de interés artificial o intervenida. Esta no se determina por medio de las decisiones de consumo y ahorro, sino que tiene su génesis en la política monetaria.

La tasa de interés artificial actúa como un velo sobre los agentes de la economía, induciéndolos a tomar decisiones de inversión que no habrían tomado en caso de contar con las señales correctas del mercado. Una caída de la tasa de interés monetaria indica que el ahorro global de la economía ha crecido lo suficiente para iniciar proyectos a largo plazo. Las empresas se endeudan en el corto (contratan préstamos, adquieren crédito) con la esperanza de invertir en proyectos que madurarán a futuro. Se envía una señal al mercado para incrementar la producción en aquellos sectores de la economía más alejados a los bienes de consumo. Las familias no tienen incentivos para ahorrar. Son tiempos de bonanza, la economía se sobrecalienta.

Wicksell no vislumbra el escenario completo debido a que, aunque cuenta con el arsenal teórico de Böhm-Bawerk, carece del entendimiento hayekiano de la estructura desagregada del capital. Wicksell considera que la brecha entre la tasa de interés natural y la artificial induce a la desestabilización macroeconómica. Lo que debe hacerse es, por medio de la política económica, situar la tasa de interés monetaria al mismo nivel que la natural.

Una idea razonable, pero que arroja una duda que no es menor: ¿cuál es exactamente la tasa de interés natural? Wicksell supone que la autoridad monetaria tendría manera de saberlo. Sin embargo, al ser la tasa de interés natural un constructo teórico, a más de un siglo de su formulación sigue habiendo intentos por hallarla por medio de instrumentos econométricos.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Véase el capítulo 3 para una discusión más extensa de estas limitaciones.

Por lo pronto puede concluirse, de manera preliminar, que la dificultad para conocer exactamente cuál es el nivel natural al que tiende la tasa de interés indica, como sostiene Hayek, que los agentes operan en un ambiente de información incompleta y que, como postula Mises, el cálculo económico deviene imposible a medida que se pretende centralizar el análisis de dicha información. Si los bancos centrales no pueden ajustar su política monetaria a los tipos naturales del mercado, entonces las manipulaciones a la moneda son en última instancia un instrumento generador de ciclos económicos.<sup>54</sup>

Lo expresado en el párrafo anterior no forma parte integral de la argumentación wickselliana en torno al problema de los ciclos económicos. Serán sus continuadores, en concreto Mises y Hayek, quienes establezcan una relación causal entre las fluctuaciones y la expansión del crédito derivado de la discrepancia entre el nivel natural y de mercado de los tipos de interés. De hecho, como anota Boianovsky (1995), el tema de las crisis se halla disperso y apenas bosquejado en la obra de Wicksell. En contraste con lo que sucederá con los austriacos, el rol de la política monetaria, y por tanto el de las tasas de interés, se revela tangencial.

La preocupación principal del sueco yace en la producción a largo plazo, los factores tecnológicos que tienen el potencial de actuar como catalizadores de los movimientos cíclicos, el consumo y el ahorro como trasuntos de los mecanismos de transmisión económica —concretamente los precios— y la tasa de crecimiento poblacional. Podría afirmarse que el suyo es un esbozo de lo que, con posterioridad, será la teoría neoclásica del crecimiento. En efecto, Wicksell caracteriza la producción capitalista en consonancia con las teorías malthusianas<sup>55</sup> y la ley de los rendimientos decrecientes. Serán las innovaciones técnicas las que impidan el estancamiento a largo plazo y también aquellas que por sus efectos dinámicos provoquen las fluctuaciones, tanto a la baja como al alza, que pueden verse en toda economía en desarrollo.

---

<sup>54</sup> ¿Es vana, entonces, la política monetaria? ¿Deberíamos encomendarnos a que la anarquía financiera coordine las voluntades individuales y corrija las incoherencias de la intervención? Véanse las conclusiones para un tratamiento más extenso de esta cuestión.

<sup>55</sup> Ver (Boianovsky, 1995). Específicamente, Wicksell hace eco de las críticas de Robert Malthus hacia los postulados de Say. El inglés considera que, incluso en condiciones de crecimiento económico, los capitalistas no reinvierten la totalidad de sus beneficios, dejando ocioso un capital que bien podría financiar nuevas inversiones. La idea de que en el largo plazo el mercado arrastra una tendencia al ahorro improductivo encontrará su principal vocero en Keynes, pero ya en el pensamiento de Knut Wicksell se puede advertir una preocupación similar que, en definitiva, contrasta con la opinión de sus continuadores austriacos, para quienes el ahorro no genera presiones deflacionarias.



Schumpeter hará eco de las ideas wicksellianas cuando hable de destrucción creativa y los neoclásicos cuando incorporen la idea de shocks tecnológicos.

Al pensar en las crisis, Wicksell tiene en mente un escenario deflacionario: la incertidumbre provoca un incremento en la demanda de dinero por motivo precaución —noción que, como se explicará sobre todo en el capítulo 4 rechaza Mises por considerar irrelevante la demanda de dinero en la formación de los ciclos—, las familias y las empresas aumentarán sus ahorros, los stocks de producto no hallan salida en el mercado. En consonancia con las ideas neoclásicas, Wicksell verá en el ajuste de los salarios un posible mecanismo capaz de devolver la economía a su equilibrio. La política monetaria, en concreto los tipos de interés bajos, pueden proveer la flexibilidad necesaria en condiciones de confianza. Por el contrario, tipos de interés de mercado elevados reflejan pesimismo y, por lo tanto, indican que las condiciones presentes y futuras no son propicias para embarcarse en nuevas inversiones.

Se ha dicho que las oportunidades de inversión en capital fijo no escasean incluso en tiempos de depresión, asumiendo que la gente quede satisfecha con la reducción de tasas de interés [...]. Pero se olvida que la inversión de capital para un periodo prolongado de tiempo siempre va aparejada de riesgo, y este riesgo no disminuye debido a que las oportunidades de ganancia son menores.<sup>56</sup>

En definitiva, Wicksell no considera que la rebaja de los tipos de interés, inferiores a su nivel natural, tenga efectos expansivos en momentos de depresión y alta incertidumbre. Interpretación que tiene más en común con la tesis keynesiana de la trampa de la liquidez que con la hipótesis austriaca.

## **La estructura del capital según Hayek**

A Friedrich Hayek se le debe la integración de las ideas, hasta entonces dispersas y no del todo formalizadas, que sobre los procesos cíclicos delinearon los autores previos de la tradición austriaca. Bajo el paraguas hayekiano no solo descansan la teoría del capital de Böhm-Bawerk,

---

<sup>56</sup> Traducción propia de Wicksell (1953), *The enigma of business cycles. International Economic Papers*, 3: 58, a partir de Boianovsky (1995).

la hipótesis de la tasa de interés natural de Wicksell, el marco analítico de von Mises y sus ideas sobre las dificultades del cálculo económico ante mayores niveles de centralización, sino también elementos revalorados de las obras de John Stuart Mill y David Ricardo.

Las seis proposiciones listadas con anterioridad son, en realidad, un buen resumen del marco analítico de Friedrich Hayek. Partiendo de la visión por todos los economistas aceptada de que los precios son un mecanismo de transmisión de información, Hayek argumenta en su ensayo *El uso del conocimiento en la sociedad* que en el mundo cotidiano los actores no pueden discernir con la misma claridad de los teóricos si se enfrentan a magnitudes reales o relativas. Por lo general confían en los precios nominales para hacer inferencias sobre los fundamentos reales de la economía. De ahí que una alteración en el mecanismo de señalización lleve a descoordinaciones en el mercado.

Hayek expande la teoría del capital de Böhm-Bawerk, que reconocía la importancia del tiempo en el proceso productivo, y recalca la naturaleza heterogénea de los bienes de capital. Dicha heterogeneidad se manifiesta en la interdependencia y niveles de sustitución de dichos bienes a lo largo de las etapas de la producción. Desde el punto de vista de la sociedad, la inversión se expresa como un problema intertemporal: se deben destinar mayores recursos a las primeras etapas del proceso de producción manteniendo una reserva suficiente para las últimas etapas. Cuánto invertir en el corto y cuánto en el mediano plazo es un dilema que se resuelve por medio de la información que provee la tasa de interés. Empieza a verse el problema de alterar los niveles naturales y de mandar señales equivocadas a los agentes.

Las ideas de David Ricardo permean el análisis temporal hayekiano. El economista inglés centró su análisis en el efecto sustitución entre la maquinaria y el trabajo como respuesta a las variaciones de la tasa de interés. Hayek va un paso adelante y generaliza el trade-off ricardiano a la composición intertemporal del capital. Con esto se rebela ante la macroeconomía neoclásica, cuya vocación está en el estudio de las variables agregadas en el largo plazo.

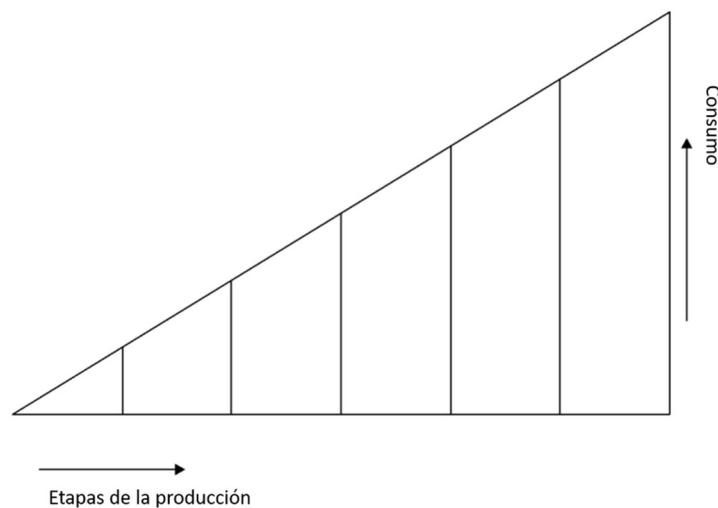
El de Hayek es un análisis de mediano plazo, en que la función de producción, por lo general expresada como  $Y = f(K, L)$  adopta una expresión desagregada, tal que el capital se representa no como una magnitud fija sino como una sucesión discreta de componentes a lo largo del tiempo, tal que en un plazo dado  $K = K_i, K_{ii}, \dots, K_{i+n}$ . Cada uno de estos componentes estarán asociados a la tasa de interés. Lo novedoso del análisis hayekiano es que dicha tasa no afecta

igualmente a todas las magnitudes. Hay un diferencial en la potencia del efecto. Una política de crédito barato provocarán una sobreinversión en los bienes  $K_i, K_{ii}$  y así sucesivamente en detrimento de aquellos que prevalecen en las últimas etapas. Comenzará un auge en sectores asociados a estas variables iniciales. La construcción es un buen ejemplo de ello.

El problema al que se enfrentan los agentes es tanto más complejo cuanto que no pueden conocer de inmediato si sus proyectos están respaldados en un ahorro verdadero asociado a un cambio natural en las preferencias temporales. Ellos sólo toman la decisión que en el momento les parece óptima. Sólo el tiempo desvelará el hecho de que quizá habían incurrido en errores de inversión.

La estructura intertemporal de la producción se ve más clara en el triángulo hayekiano. En la base de la figura se expresan las etapas de la producción. Aquellas más cercanas al vértice izquierdo representan los sectores primarios de la economía. Un ejemplo puede ser el sector de la construcción. Antes de los edificios están los materiales. Estos, a su vez, deben ser extraídos de la naturaleza. Para ello se requiere de maquinaria. Ahora imagínese que el proyecto de los inversionistas es habilitar un espacio para constituir una empresa textil. Se verá que para que el producto final salga al mercado, en la forma de un bien de consumo final, han de acumularse actividades económicas que involucran distintos grados de especialización.

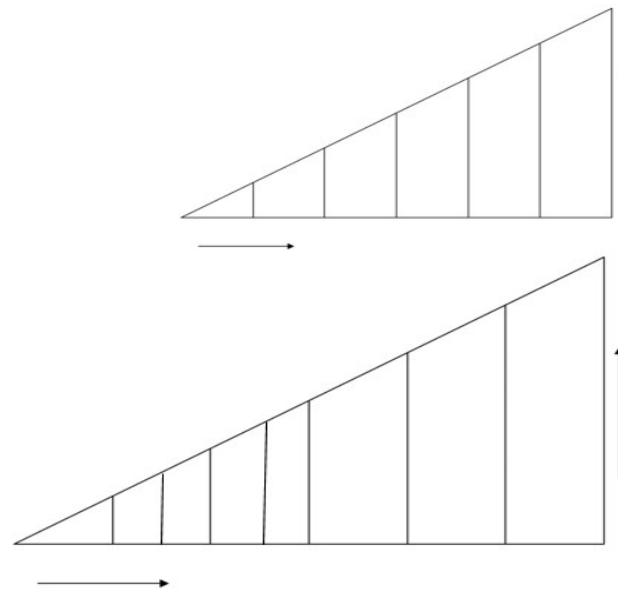
Figura 9. La estructura intertemporal de la producción o triángulo hayekiano



Fuente: Elaboración propia

A medida que crece la capacidad productiva de la economía, el triángulo se expande mediante la adición de etapas adicionales. Al principio podríamos tener la minería, después la industria encargada de transformar las materias, más adelante las manufacturas, la distribución de bienes de consumo perecederos, etcétera.

Figura 10. Estructura intertemporal de la producción aumentada



Fuente: Elaboración propia

En ocasiones el propio mercado envía señales de que es apropiado volcar los esfuerzos hacia los sectores primarios. Mayores niveles de ahorro general se traducen en una caída de la tasa natural de interés. Con el respaldo previo y un crédito más barato, las empresas pueden destinar recursos para invertir en aquellos sectores cuyos proyectos tardan más tiempo en madurar. Lo mismo puede suceder cuando hay una mejora tecnológica. Las industrias asociadas a esta nueva técnica se vuelven más rentables. Las energías de la economía se centran en dichos sectores.

Uno de los elementos a destacar de la teoría hayekiana es el reconocimiento implícito de que no existe un único equilibrio en el mercado laboral. La naturaleza heterogénea del capital y el hecho de que el proceso productivo se desarrolla por etapas se manifiesta en curvas de oferta y demanda de trabajo que se desplazan en sentido inverso. Si, como decíamos, aumenta el ahorro general y caen las tasas de interés, la tendencia de los empresarios es a invertir en las primeras etapas de la producción. Para ello demandarán más trabajadores, ya sea liberando aquellos que

se encuentran en empleos asociados a las etapas finales o manteniéndolos en sus puestos, en cuyo caso el empleo general caerá y habrá un mayor ingreso.

El escenario anteriormente descrito obedece al *efecto de la demanda derivada*: una menor demanda de bienes de consumo presente reduce las actividades de inversión asociadas a las últimas etapas de la producción. Gráficamente, se reduce la altura del triángulo. Este fenómeno se compensa con la ampliación en las primeras etapas de la producción, expandiendo la base del triángulo. A esto último se lo conoce como el *efecto descuento temporal*.

En la teoría del crecimiento de la escuela austriaca, el crecimiento es sostenible si los efectos demanda derivada y descuento temporal se complementan el uno al otro. Cuando el crecimiento está respaldado por el ahorro previo, la estructura productiva crece como un todo. La hipotenusa del triángulo se desplaza hacia arriba, arrastrando consigo la altura.

El crecimiento es insostenible cuando hay una descoordinación entre ambos efectos. ¿Por qué sucedería esto?, se pregunta el austriaco. Cuando se introduce una cantidad de dinero que presiona las tasas de interés a la baja, los empresarios invierten más de la cuenta y los consumidores dejan de ahorrar. Esta discrepancia se manifiesta en una serie de descoordinaciones que, a la postre, generan un ciclo vicioso en el que los auges se revelan como la antesala de la siguiente crisis.

## **El modelo de Garrison**

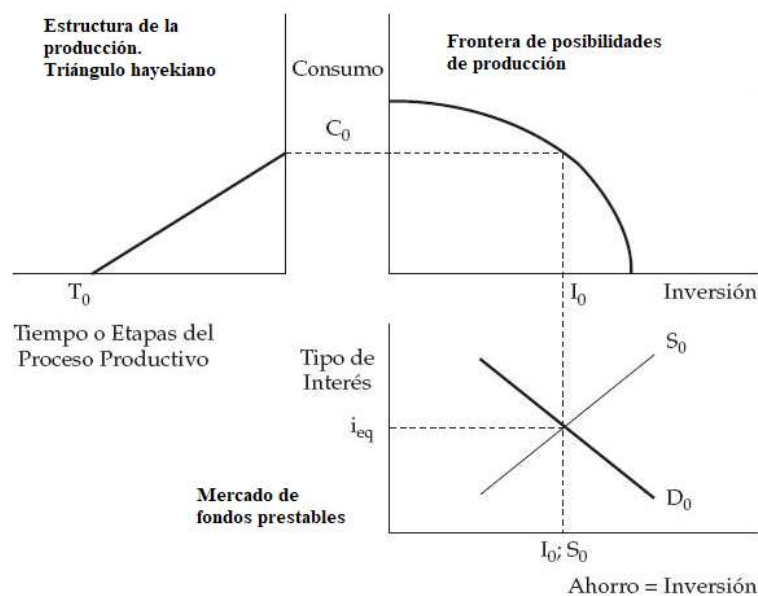
Preocupado por la opacidad del enfoque austriaco y por su progresivo aislamiento intelectual, en un ambiente que pese a todos los plañidos de los epistemólogos austriacos seguía favoreciendo los análisis abstractos y matemáticos, Roger W. Garrison intenta formular una representación gráfica de la teoría hayekiana del ciclo económico. Crear una herramienta didáctica no es un acto menor. Mucho de la revalorización de la teoría keynesiana se debe a los esfuerzos de Hicks y Samuelson por traducir, por medio de gráficos y ecuaciones simples, las formulaciones más bien ininteligibles de la *Teoría general*. El modelo IS-LM, contenido en la bruma argumentativa de Keynes, representó un paso adelante en la transmisión de ideas al tiempo que abría las puertas para nuevas investigaciones.

Lo que diferencia el enfoque austriaco de otros es su atención a los procesos intertemporales. En la macroeconomía keynesiana reina el análisis de corto plazo, mientras que el enfoque neoclásico se centra en el largo. En una ocasión Robert Solow se quejaba sobre la falta de vasos comunicantes entre estas dos dimensiones de la actividad económica. El modelo de Roger Garrison intenta subsanar esta laguna y clarificar cómo es que estos dos extremos se conectan por medio de la naturaleza intertemporal del capital.

El modelo de Garrison integra el mercado de fondos prestables, la frontera de posibilidades de producción (FPP) y la estructura intertemporal de la producción representada por el triángulo hayekiano. Asume un ambiente de información imperfecta. Las expectativas de las empresas son subjetivas, lo que quiere decir que toman decisiones a partir de su propio conocimiento y expectativas sobre las posibles decisiones futuras de los consumidores. Extraen información de los precios, los salarios y los tipos de interés. A partir de estos tres indicadores se coordinan las decisiones de producción e inversión que permiten determinar de qué manera se asigna el capital.

A continuación se presenta el modelo cuando se encuentra en el equilibrio. Con el fin de simplificar, se asume una economía cerrada, sin comercio externo, en el que los mercados se vacían constantemente a los precios de mercado.

Figura 11. Modelo de Garrison



La tasa de interés  $i$ , que se determina en el mercado de fondos prestables, se corresponde con la coordenada  $(C_0, I_0)$  en la FPP. La estructura productiva, representada en el triángulo hayekiano, se encuentra determinada por las preferencias temporales. El eje horizontal denota las etapas del proceso de producción. La pendiente representa la tasa de rentabilidad en las etapas del proyecto productivo. Conforme se reduce la pendiente se tornan más rentables aquellos bienes de capital de orden superior que están más alejados del consumo. Es importante notar que el cateto vertical del triángulo hayekiano sigue las preferencias de consumo e inversión expresadas en la FPP. Un corrimiento hacia la derecha en favor de la inversión se traduce necesariamente en una caída en el nivel de consumo. Los recursos no quedan ociosos, de modo que lo que deja de destinarse a las etapas finales del proceso productivo se destina a las primeras.

A partir del esquema triple de Garrison se explorarán dos escenarios: el crecimiento sostenible y el insostenible.

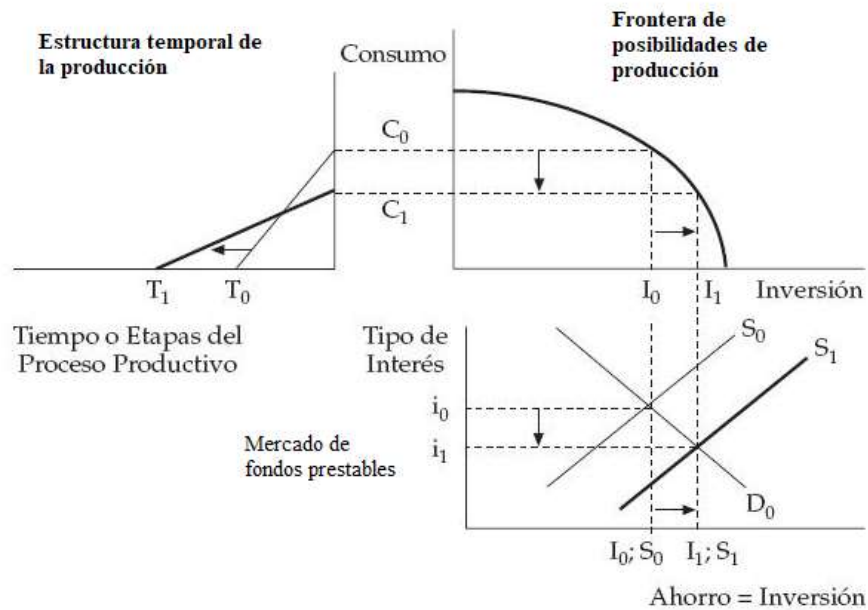
#### 1. Crecimiento sostenible

Se da cuando los cambios en la asignación de bienes de capital obedecen a una variación espontánea de las preferencias temporales. Si la tasa de interés natural cae, debido a un aumento del ahorro de los consumidores, habrá una expansión del proceso productivo. Se rechaza la paradoja del ahorro keynesiana. Un aumento en el ahorro presente señala a los productores que existe la expectativa de un mayor consumo futuro y, por lo tanto, invita a aumentar la inversión.

En el enfoque austriaco la tasa de interés se convierte no el precio del dinero o del capital, sino en la medida de las preferencias temporales. Si existe la expectativa de consumir más en el futuro, resulta razonable comenzar ya la producción de los bienes esperados. Esto es consistente con la cuarta proposición de John Stuart Mill, revalorada por Hayek: La demanda de bienes de consumo no equivale a la demanda de trabajo. Las demandas se pueden mover en direcciones opuestas. Para los empresarios resulta rentable volcar su producción a los bienes futuros. De hecho, las condiciones económicas lo demandan y los niveles crecientes de ahorro respaldarán el nuevo monto de las inversiones.

Veámoslo gráficamente:

Figura 12. Modelo de Garrison con crecimiento sostenible



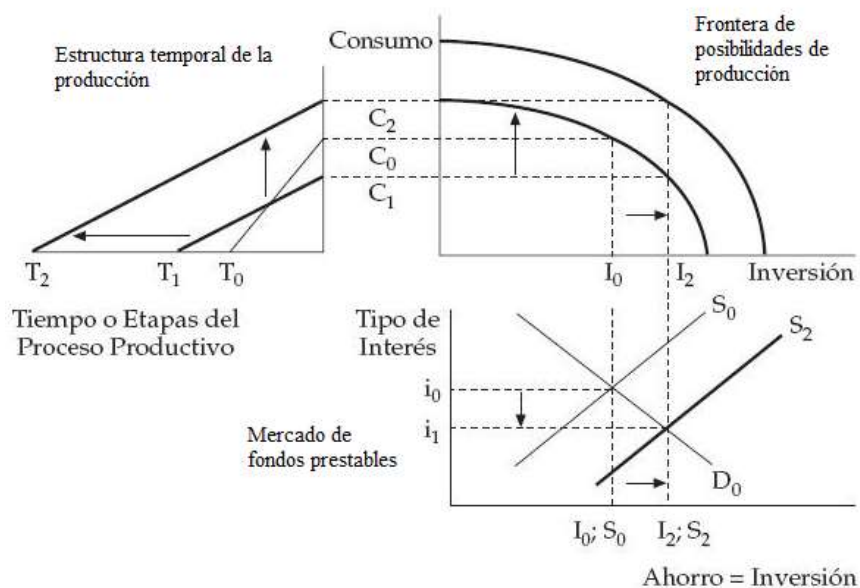
En el mercado de fondos prestables un aumento en la oferta equivale a un mayor nivel de ahorro. El nuevo punto de equilibrio será una tasa de interés más baja. Tanto más barato el crédito, más atractiva resulta la inversión a largo plazo para los productores. En el esquema de Garrison la nueva tasa de interés se corresponde con un desplazamiento hacia la derecha en la FPP. La preferencia de la economía es a invertir. Este cambio, a su vez, altera la pendiente del triángulo hayekiano. En el proceso productivo se favorecen las primeras etapas. Cuando la producción se finaliza, el mercado es inundado por bienes de consumo final que pueden ser adquiridos con el respaldo del ahorro previo. Adicionalmente, la FPP se expande. Ante el nuevo potencial de la economía, el mercado de fondos prestables llega a un nuevo equilibrio. El proceso de crecimiento podría repetirse indefinidamente siempre y cuando las variaciones en la tasa de interés obedezcan al ahorro.

La razón de que el crecimiento sostenible ocurra puede deberse a un cambio tecnológico. Una mejora mandará una señal de que vale la pena invertir en bienes que aceleran el proceso de producción. Lo que antes tomaba tiempo se acorta significativamente. La productividad incrementa. La economía experimenta un crecimiento global, las personas tendrán acceso a mayores bienes de consumo. Mientras esto se lleva a cabo, el aparato productivo puede absorber



más recursos y más trabajadores que antes. El potencial también se incrementa (hay una nueva FPP, con una mayor área bajo la curva).

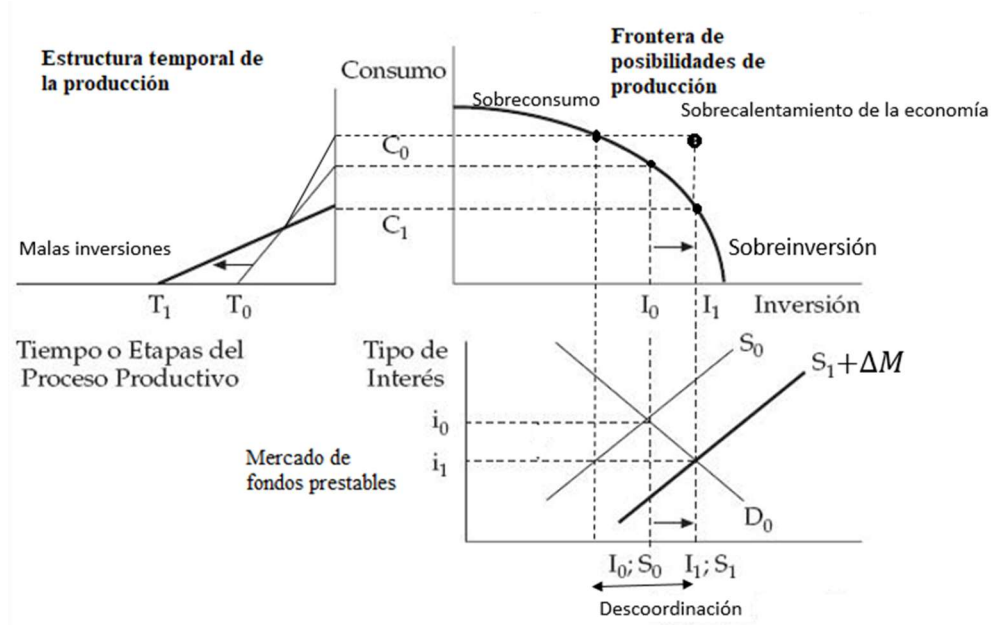
Figura 13. Modelo de Garrison con crecimiento sostenible 2



## 2. Crecimiento insostenible

Se da cuando existe una descoordinación entre las decisiones de producción y las preferencias temporales. Esto sucede cuando los tipos de interés caen debajo de sus niveles naturales por efecto de la política monetaria, expresados como  $\Delta M$ . Los empresarios, que actúan según sus expectativas subjetivas, son informados por medio de la tasa de interés artificialmente baja de que los consumidores están volcados al consumo futuro. Mientras que ellos invierten en proyectos productos de larga maduración, creyendo que hay una base de ahorro real respaldando el abaratamiento del crédito, los consumidores dejan de ahorrar, favorecen el consumo presente. El ciclo económico comienza en el instante en que se produce esta descoordinación. El elemento disruptivo es el elemento  $\Delta M$ .

Figura 14. Modelo de Garrison con crecimiento insostenible



En el mercado de fondos prestables la nueva tasa de interés se manifiesta como un elemento de desequilibrio. El desplazamiento hacia la derecha de la curva de oferta no está sustentado en el ahorro, sino en la inyección monetaria. El ahorro real está representado en la curva  $S$ . El ahorro ficticio por la curva  $S + \Delta M$ . La nueva tasa de interés introduce inestabilidad en el sistema. En condiciones de equilibrio, la demanda de fondos prestables tendría que desplazarse hacia la izquierda para ubicarse al nivel que indica el nuevo tipo de interés. Esto no sucede ya que  $\Delta M$  la mantiene fija.

La magnitud de la descoordinación se expresa como  $\delta = S_0 - S_1$ . Esta brecha, sin embargo, no es aparente para ninguno de los actores de la economía. Recuérdese el supuesto número 4 de nuestro modelo: el dinero inyectado a la economía se disfraza de ahorro. Los empresarios no tienen manera de conocer  $\delta$ , mientras que los perceptores de ingresos (los consumidores) sacrifican sus ahorros verdaderos en pos de un mayor consumo inmediato.

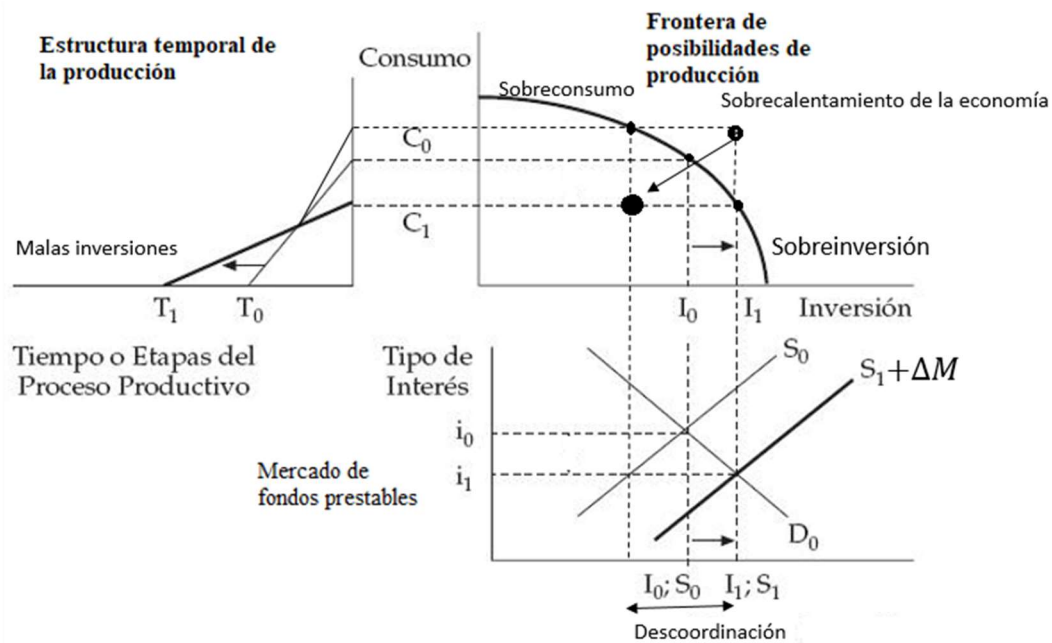
La discrepancia también se deja ver en la FPP. Un sector de la economía, integrado por los perceptores de ingresos, favorecen un consumo  $C_0$ ; el sector inversionistas fija sus decisiones de inversión en  $I_1$ . Tracemos una horizontal que parta de  $C_0$  y una vertical que ascienda de  $I_1$ . El punto de intersección se ubica por encima de la FPP. La economía verá, al mismo tiempo, un

periodo de sobreconsumo y sobreinversión. A esta etapa de sobrecalentamiento los austriacos lo llaman el periodo de “exuberancia irracional”.

El triángulo hayekiano completa el cuadro. Partiendo de  $(I_0, C_0)$ , trácese una línea horizontal. La altura y la pendiente del triángulo disminuyen. La hipotenusa se quiebra debido a que se concentran los recursos no respaldados por ahorro previo en las primeras etapas de la producción. Esta adición representa las malas inversiones. Sabemos que el consumo de la FPP y el del triángulo hayekiano coinciden. Si el crecimiento fuera sostenible, la hipotenusa del triángulo se desplazaría hacia arriba, de tal forma que la demanda de bienes de consumo  $C_0$  coincidiera con el punto respectivo de la FPP. Pero el hecho de que la economía creciera por encima de sus posibilidades se traduce en el largo plazo en tensiones inflacionarias y caídas en los salarios reales producidas por  $\Delta M$ . Para contrarrestar los efectos perniciosos de la expansión crediticia artificial, el banco central puede subir las tasas de interés. Las empresas tendrán que liquidar las malas inversiones. Los consumidores verán reducido su ingreso real cuando suceda la corrección de precios. Dejarán de consumir. La economía entrará en un periodo de reestructuración.

Debido a que todos los sectores de la economía deben atravesar por un proceso catártico, de purga de malas inversiones, no ocurre expansión alguna en la frontera de posibilidades de producción. Habrá sobreproducción, acumulación de inventario, capacidad ociosa. Gráficamente, la recesión se expresa como una economía que opera por debajo de su potencial.

Figura 15. Modelo de Garrison con crecimiento insostenible 2



En este caso, la tasa natural de interés tendrá que subir. Con tiempo suficiente el ahorro podría sacar a la economía del estancamiento, que por medio del efecto conjunto de la demanda derivada y el descuento temporal producirían un escenario de crecimiento sostenible. Sin embargo, es característico de las economías intervenidas que la autoridad monetaria inyecte mayores cantidades de circulante al sistema con el fin de rebajar las tasas y acelerar el proceso de recuperación. En tal caso, la reestructuración no sería completa y el ciclo comenzaría de nuevo.

### La propuesta de Huerta de Soto

Mientras que Roger Garrison ha hecho un esfuerzo por acercar la teoría austriaca del ciclo económico al *mainstream*, Huerta de Soto insiste en retomar la metodología apriorístico-deductiva de Mises con base en la creencia de que el mundo de la ciencia natural debe separarse del análisis de la acción humana. La praxeología, comenta el profesor, involucra el reconocimiento de la incertidumbre como elemento que engloba los procesos humanos que se llevan a cabo en el mercado. En la medida en que esta incertidumbre resulta incognoscible para el método de las ciencias naturales, la pretensión de modelar el comportamiento humano por medio de ecuaciones restringidas a supuestos simplificadoros conlleva a la vulgarización del conocimiento.

Huerta de Soto dedica una de sus obras<sup>57</sup> al estudio del teorema propuesto por Ludwig von Mises según el cual el cálculo económico resulta imposible en las economías centralizadas. El problema, argumenta Huerta de Soto, no está reservado para la clase política que detenta el poder, ni se restringe a la futilidad de las labores burocráticas de quienes conforman los ministerios de planeación. Lo mismo vale para el quehacer científico. Las teorías que se pretenden totalizadoras y válidas para cada momento se encontrarán muy pronto con amarga realidad de la incertidumbre. Supone una arrogancia intelectual presumir de un conocimiento total, profético.

Karl Popper diría que esta es la miseria del historicismo. Las teorías sociales y de la historia se vuelven contra sí mismas cuando pretenden haber decodificado los signos de los tiempos. Estos autores creen haber navegado con los ojos de su mente los ríos del devenir humano. Los procesos sociales, la historia, la economía tienen un sentido pleno que puede ser entendido si uno cuenta con el método apropiado. Hegel y Marx creyeron haberlo encontrado en la dialéctica.

No entienden estos intelectuales que el proceso científico se caracteriza por una acumulación gradual de certezas, de tentativas, de especulaciones. A los historicistas Karl Popper les dice: es falso que la historia tiene un sentido objetivo, porque la historia se construye de momento a momento. También se lo habría recordado a Francis Fukuyama, autor neoliberal, que tras la caída del socialismo soviético declaraba el fin de la historia, el triunfo último del mercado y la democracia.

Huerta de Soto respondería a Karl Popper que incluso en la resolución de los problemas coyunturales de la economía el científicismo revela su arrogancia intelectual. Las crisis económicas no son procesos que puedan resolverse desde un escritorio atendiendo a métodos pretendidamente científicos. El planificador, el ministro de hacienda o el director del banco central no tienen pleno conocimiento de la estructura económica en su conjunto. Mucho menos saben cuáles son las preferencias temporales de cada uno de los individuos que conforman la sociedad.

El individualismo metodológico radical de Huerta de Soto busca alejar a la economía de los tecnicismos que, a la postre, inducen a los investigadores a olvidar el factor humano. Ya no se

---

<sup>57</sup> (Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, 1992)

estudian personas, sino agentes representativos. La macroeconomía convencional se conforma con las magnitudes agregadas al precio de olvidar que el mercado es un todo heterogéneo en el que convergen las voluntades más disímolas.

Es posible salir de la crisis, pero no hay manera de conocer el método exacto para cada circunstancia histórica. El economista puede conocer los mecanismos generales que se dan durante el periodo de recuperación, pero no tiene manera de saber exactamente en qué etapas de la producción se llevarán a cabo estos reajustes y en qué magnitud. Ni el teórico de la economía ni el funcionario público, ni siquiera el empresario avezado tienen el ojo de Dios.

Las observaciones de Huerta de Soto son congruentes con la teoría del capital de Hayek. Si no se comprende la estructura productiva como un proceso compuesto por una multiplicidad de etapas no es posible delinear una teoría correcta del ciclo. Haciendo eco de lo que Hayek anunciaba en *La teoría pura del capital*, sostiene que las magnitudes agregadas son el punto flaco de la macroeconomía. Por extensión, las cuentas nacionales son en opinión de Huerta de Soto un pobre indicador de la realidad económica. La ecuación  $Y = C + I + G + (X - M)$  no permite reflejar la naturaleza intertemporal y heterogénea del capital.

La cuarta proposición de John Stuart Mill, clave en la teoría de Hayek, indica que la demanda de bienes de capital no es demanda de consumo. La ecuación de beneficio es  $B = I_T - C_t$ . Si la paradoja del ahorro se sostuviera en todo momento, como parecen indicarlo las magnitudes agregadas de Keynes, un descenso en los ingresos asociados a una caída del consumo reduce los beneficios. Esto no toma en cuenta que si las empresas reducen los costos totales con el mismo nivel de ingresos reportarán mayores beneficios.

¿Cómo se rebajarían los costos? Los efectos Ricardo y demanda derivada lo explican. La tasa de interés natural cae cuando aumenta el ahorro de la sociedad. Esta es una señal a los empresarios de que el mercado está volcado hacia el futuro. Para producir los bienes que han de consumirse en el horizonte, los empresarios dedican más recursos a las primeras etapas del proceso de producción.

Las decisiones de inversión se redirigen debido a que los empresarios saben que, en el margen, los costos se reducen sustituyendo mano de obra por equipo de capital. Este equipo no aparece del éter, alguien tiene que producirlo. Se generan más empleos en los sectores asociados a las

primeras etapas de producción. Esto provocará mayor dinamismo en la economía. No es que la baja en el consumo haya deprimido al sistema, sino que ha mandado una señal de hacia dónde destinar los recursos.

Los agregados keynesianos sólo pueden contar una parte de la historia. No toman en cuenta el desplazamiento a lo largo del tiempo de los factores productivos. Para reiterar la idea, considérese que los trabajadores que fueron liberados en el proceso productivo asociado a los bienes de consumo final son desplazados hacia los sectores primarios. No es cierto que exista una sola demanda y oferta de trabajo, ni es cierto que todas se comporten en la misma dirección.

Lo anterior fue un ejemplo de lo que, a decir de Huerta de Soto, constituye el error fatal de la macroeconomía. Una vez explicado el método y las motivaciones del autor es posible hablar de cuáles han sido sus contribuciones al entendimiento del ciclo económico. Si Garrison se preocupa por los mecanismos puros de la crisis, al español le interesa encontrar el punto de quiebre en la tradición jurídica de Occidente que permitió el surgimiento de todos los factores que desencadenan la crisis. Se pregunta por qué la estructura monetaria es como es. Cuáles son sus antecedentes históricos. Cuáles sus fundamentos legales. Qué puede hacerse para corregir estos errores que, tal parece, la humanidad ha acarreado durante siglos.

En su obra *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (1998), Huerta de Soto se remonta hacia el trabajo de los escolásticos de la Escuela de Salamanca. Argumenta, incluso, que la teoría austriaca es española en origen.<sup>58</sup> La principal denuncia que hacían los moralistas y teólogos del Siglo de Oro se refería a un siniestro pasatiempo de los usureros: la creación *ex nihilo* de dinero, por medio de apuntes contables. Es lo que hoy en día se conoce como la expansión de la base monetaria mediante el préstamo de los depósitos a la vista.<sup>59</sup>

Si en el mundo católico la creación de dinero, por medio de los efectos multiplicadores de la banca, constituía un pecado de usura, ¿por qué entonces, se pregunta Huerta de Soto, los banqueros y los gobiernos avalaban estas prácticas pese a estar sometidos al escrutinio de las

---

<sup>58</sup> Véase la sección 4 del capítulo II: *Los bancos centrales en la época de Carlos V y la doctrina de la Escuela de Salamanca sobre el negocio bancario* en (Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 1998, págs. 66-80).

<sup>59</sup> Sin un coeficiente de caja del 100% que comprometa a los bancos a almacenar la cantidad entera que los clientes han puesto en custodia, las entidades tienen la libertad de prestar una fracción de sus pasivos. Esto es lo que permite que exista el efecto multiplicador del dinero y lo que denunciaban los escolásticos.

autoridades religiosas? No sería por pura hipocresía (que la había). Es que la expansión crediticia constituye el opio del pueblo, comenta Huerta de Soto, parafraseando a Marx. No resulta racional negarse a la tentación de expandir la base monetaria si existen medios para hacerlo y si las leyes no lo prohíben explícitamente.

Era un negocio redondo. No solo para los banqueros de la época, sino para los reinos y los imperios. Un aumento del circulante provoca una depreciación de la moneda. Los mercantilistas de época sabían bien que, en comercio internacional, una moneda barata permite exportar más productos. A cambio de lo que se vendía al exterior, las arcas nacionales se llenaban. Parecía haber más recursos para financiar campañas bélicas. En definitiva, la expansión monetaria revestía un menor costo de oportunidad que sacar oro de las minas y esperar a que el circulante creciera a un magro 1.5% anual.

La borrachera expansionista no tardaría en desvelar sus estragos. Los mercantilistas se encontraron con que la acumulación de divisas y un saldo positivo en la balanza comercial no equivalen a la prosperidad. Había que hacer frente a la inflación y al empobrecimiento generalizado.

En 1844 se aprueba en Inglaterra la Ley de Peel, que prohibía a los bancos la emisión de dinero no respaldado en oro. Huerta de Soto argumenta que, aunque iba en la dirección correcta, la legislación se olvidó de tocar un punto esencial: la prohibición de que los depósitos a la vista se usaran para la creación de dinero o la exigencia de un coeficiente de caja del 100%.

Estas leyes que datan del siglo XIX se han erigido en la base de los sistemas legales de Occidente. En opinión de Huerta de Soto, la legitimación de las políticas expansivas puede remontarse al momento exacto en que los legisladores ingleses aprobaron aquella ley incompleta. Sólo era cuestión de tiempo para que los gobiernos y las mentes habilidosas de los banqueros elucubrarán métodos más refinados para expandir la base monetaria. Tenían a la constitución y a la reserva fraccionaria de su parte.

Aunado a la laxitud de las leyes, desde siglos atrás el sistema monetario lastraba un fardo acaso más perverso: la banca central. Para Huerta de Soto, la existencia de un prestamista de última instancia no hace sino agravar los ciclos económicos, toda vez que los banqueros saben que tienen a alguien cuidándoles las espaldas. Esto se conoce como el *riesgo moral*: los agentes



pueden incurrir en mayores riesgos, en ocasiones irracionales, cuando saben que tienen un respaldo. Si a final de cuentas los bancos centrales saldrán al rescate de los bancos privados, no hay razones para no dejarse llevar por las euforias crediticias. Los bancos, *after all, are too big to fail*.

Se crea, pues, un clima de incentivos perversos que no hace sino exacerbar hasta su máxima expresión los elementos que dan origen al ciclo económico. Los estudios de Huerta de Soto ayudan a delinear un panorama completo de las crisis y dotan al enfoque austriaco de un fundamento historiográfico e incluso jurídico. Las fluctuaciones no son más un elemento misterioso. Tienen un componente estructural en la naturaleza de la banca occidental moderna.

La teoría del ciclo económico en Huerta de Soto es congruente con aquella de Ludwig von Mises y Hayek, Eliminando las gráficas, quizá suscribiría punto por punto las opiniones de Roger Garrison. Todos estos autores, incluido muchos que por consideraciones de espacio no hemos mencionado<sup>60</sup>, coinciden en que el ciclo económico comienza con una descoordinación en las preferencias temporales asociadas a una alteración en la información economía por vía de la manipulación del mercado monetario. No todos coinciden qué medidas tomar para salir de la crisis. O si es que al Estado le corresponde un papel.

La teoría austriaca reconoce que, en ausencia de intervención, la economía puede volver por sí sola a la senda de crecimiento. Para ello se tendrían que purgar las malas inversiones acumuladas durante el auge. Después del periodo de euforia irracional habrá grandes pérdidas, despidos y un clima de sobreproducción. El proceso de reajuste terminará cuando los ahorros de la sociedad crezcan lo suficiente para emprender nuevos proyectos de inversión. Sin embargo, este escenario idílico no se presenta en la realidad.<sup>61</sup>

Huerta de Soto argumenta que las recetas keynesianas y monetaristas apuntan hacia la misma dirección: a crear un nuevo ciclo económico para salir del viejo.<sup>62</sup> Los keynesianos lo harán

---

<sup>60</sup> Rothbard es tal vez la omisión más notable.

<sup>61</sup> Contra los deseos de la feligresía anarcocapitalista, el Estado existe. Aún en un entorno individualista, el sentimiento de comunidad pervive en el ser humano. Así como es lógico que los gobiernos busquen emprender acciones conjuntas para acelerar la recuperación, también lo es que las personas exijan de sus gobernantes algo más que una actitud pasiva.

<sup>62</sup> Si se lo ve gráficamente, ésta es la esencia del *plucking model* que expusimos en la figura 35. Se trata de darle un jalón a la economía para devolverla a su senda de crecimiento.

incentivando la demanda y los monetaristas manipularán el mercado de dinero. Ambos introducirán nuevos elementos generadores de distorsión.

La propuesta anticíclica de Huerta de Soto se resume en tres puntos que abarcan elementos jurídicos y económicos:

### **1. Exigir un coeficiente de caja del 100%**

En *La acción humana* Mises centró su análisis en las consecuencias puramente económicas de las expansiones crediticias. No vemos, sin embargo, una indagación en los principios fundamentales del derecho que vaya más allá de los enunciados genéricos de la filosofía liberal. El respeto a la propiedad privada se toma como una máxima normativa de común entendimiento. Sería excesivo pronunciar que los gobiernos y los bancos centrales de los países capitalistas de Occidente actúan con un afán activo de suprimir la propiedad privada. Tal sería la actitud socialista. Lo que sucede en la práctica es que, a medida que incrementa la centralización dentro del paradigma de mercado, se erosionan correlativamente los basamentos de la actividad capitalista. Se trata, pues, más de un resultado que de un plan prefabricado para abolir la propiedad.

Según los grados de intervención, el Estrado moderno suele promover la competencia privada aún cuando su proyecto participativo demuestre ser expansivo. Lo justo es que los liberales reconocieran que incluso el keynesianismo, tratándose del paradigma predilecto de los estatistas, nunca pretendió dismantelar en su totalidad el mercado con el fin de transitar hacia una economía basada en la propiedad pública. De hecho, convivir con la iniciativa privada les resultaba lo más lógico y atractivo. Ellos también, desde su propio sesgo ideológico, entendían el valor de los intercambios libres. La diferencia está en los grados admisibles de competencia. De ahí que, en la práctica, se hable de economías mixtas o economías de mercado.

Valga este apunte para recalcar y poner en contexto los argumentos que Huerta de Soto irá desarrollando en su plan de reforma bancaria. Por lo pronto, veíamos con Mises que la necesidad de abolir la reserva fraccionaria e implementar un coeficiente de caja del 100% se motivaba, sobre todo, en factores catalácticos. La posibilidad de instrumentalizar expansiones de crédito circulante, por medio del aumento de medios fiduciarios, descansa en el andamiaje del presente sistema monetario. Se deduce que mientras no se exija a los bancos tener en todo momento un

respaldo total de los depósitos seguirán produciéndose ciclos económicos recurrentes. En palabras de Mises:

Llevar las ideas de la Escuela Monetaria<sup>63</sup> a sus últimas consecuencias implicaría prohibir, por mandato legal, a toda entidad la creación de sustitutos monetarios (billetes y créditos a la vista), a no ser que los mismos estuvieran respaldados al cien por cien por reservas dinerarias [...]. Aun aplicando este plan de reservas del cien por cien sobre la base del patrón oro puro, no serían soslayados los inconvenientes propios de toda interferencia gubernamental en materia bancaria. Lo que se precisa para impedir nuevas expansiones crediticias es someter a la banca a las leyes civiles y mercantiles que constriñen a todos a cumplir sus obligaciones a tenor de las estipulaciones contractuales en su día convenidas.<sup>64</sup>

Es decir, los bancos deberían tener disponibilidad inmediata (a la vista) de los depósitos. Supóngase que los acreedores (los clientes) desean retirar en masa lo que han dejado en custodia. Bajo un esquema fraccionario, las entidades bancarias podrían cumplir con la obligación contractual de devolver los depósitos en caso de que se presentara un pánico generalizado. La propuesta de Mises, que a la sazón es la misma que la de Huerta de Soto, consiste en despojar a los bancos del privilegio institucional que les permite violar los contratos de custodia por medio del préstamo constante de los depósitos a la vista.

Lo que Mises intuye, Huerta de Soto pretende fundamentarlo con un análisis de los principios tradicionales del derecho. En la obra del austriaco, la necesidad de someter a los bancos a la ley civil deviene intuitivo. El español, apelando al aristotelismo, preferiría una definición clara de los términos en orden de justificar la legislación propuesta. En ese sentido, Huerta de Soto comenta, junto con los escolásticos de Salamanca, que toda expansión monetaria supone, además de una irresponsabilidad económica, un atentado con la propiedad privada.

Recuérdese que, en los balances contables, el dinero entra al sistema bancario como un pasivo. Al momento de custodiar los depósitos, los bancos contraen una deuda con sus clientes. Concretamente, se trata de deudas a la vista que presuponen un cumplimiento inmediato en caso de que esto se requiera. Así pues, el banco se compromete a devolver los depósitos en el

---

<sup>63</sup> Se refiere a los planteamientos teóricos que finalmente desembocaron en la promulgación de la Ley de Peel.

<sup>64</sup> Mises, Ludwig von. *La acción humana*, 1947, pág. 530.

momento en que su acreedor lo solicite. Por otro lado, la existencia de la reserva fraccionaria permite a las entidades bancarias tomar un cierto porcentaje de lo depositado para dedicarlo a diversas operaciones que le sean pertinentes. ¿No se trata de una suerte de apropiación de recursos que, de hecho, no le pertenecieron jamás al deudor?, se preguntaban los escolásticos y se pregunta Huerta de Soto.

No solo hay una toma ilegítima, sino que en el momento en que se instrumentaliza la expansión crediticia por vía del préstamo se está cometiendo estafa. Por el efecto multiplicador, aparece de la nada dinero de nueva creación. Moneda que no está respaldada por nuevos depósitos ni mucho menos producción real. Pasivos, en cierto modo, fantasmas. Cuentas ilusorias. Dice Huerta de Soto que «es evidente que si el banco sucumbe a esta tentación, incurre en los delitos de falsificación de documento (por emitir certificado falso no respaldado por el correspondiente de depósito) y también de estafa, por entregar como medio de pago algo que en realidad carece totalmente de respaldo».<sup>65</sup> Desde el punto de vista económico, con un coeficiente de caja del 100% se prevendría la creación *ex nihilo* del dinero.

## 2. **Abolir los bancos centrales.**

Siguiendo la opinión de Mises, Huerta de Soto es categórico en que los bancos centrales representan una entidad de planificación central. De acuerdo con esta interpretación, su existencia se opondría a los postulados del liberalismo al mismo tiempo que entrañaría un constante y pernicioso riesgo de inestabilidad. Puesto que hemos estudiado ya estos argumentos, primero en el apartado del capítulo 2 referente a las teorías de la banca libre, así como en el subtítulo referente al cálculo económico, nos limitaremos a enunciar la propuesta concreta.

Si se sostiene el teorema de la imposibilidad del cálculo económico de Mises, se deduce que defender la existencia de una autoridad, pública o privada, que por sí sola se haga cargo de la política monetaria supone rendirse a los efectos nocivos del dirigismo. Esta visión postula que si la historia contemporánea de Occidente está plagada de crisis cíclicas se debe, en buena medida, a que la emisión de dinero y crédito descansa en las manos de unos pocos tomadores de decisiones. Es posible, argumentan Mises y Huerta de Soto, que sean nobles las intenciones de los planificadores y que incluso cuenten a su disposición un conjunto de parámetros precisos

---

<sup>65</sup> Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 1998, pág. 197.

en base a los que tomar las decisiones. No obstante, la naturaleza dinámica, siempre cambiante e impredecible de la acción humana nubla el campo de visión de quienes se arrogan la tarea de tomar determinaciones trascendentes que, en rigor, se llevan a cabo a escala individual.

Recuérdese el efecto Cantillón: el dinero de nueva creación no afecta de manera homogénea e instantánea todos los precios. Al implementar una política monetaria discrecional, el banco central no puede predecir con exactitud qué sectores de la economía reaccionarán primero. El gobierno podría facilitar créditos a una determinada industria, expandiendo para ello la oferta monetaria y presionando temporalmente las tasas de interés a la baja. Nada, sin embargo, asegura que los funcionarios disuadan a los empresarios de volcarse a los proyectos de inversión deseados. Y, en todo caso, el dinero, de una u otra forma, terminará por dispersarse al resto de la economía. Habrá una nueva estructura de precios acompañada por un reajuste imprevisible en las preferencias de los agentes.

Casos como los de Japón demuestran que la laxitud financiera no siempre se traduce en una euforia de inversión. Ante intereses cercanos a cero o incluso negativos, sucede que los empresarios pueden optar por no incrementar su producción. Se ha entrado a un escenario parecido al de la trampa de la liquidez. Huerta de Soto argumenta que las expansiones monetarias no tienen efectos de euforia cuando las economías presenten rigideces estructurales. A diferencia de Keynes, opina que los mercados rígidos no son propios del sistema capitalista sino un vicio inducido por la regulación estatal. En casos como los de Japón, las industrias privadas no tienen incentivos para llevar a cabo la reestructuración necesaria. Puede darse el caso de que los crecientes costos de operación y renovación de empleados superen los beneficios de incrementar la producción. Estos empresarios preferirán tomar el crédito barato a fin de atesorarlo.

No es sólo que la planificación sea inefectiva y nociva. Si el banco central no tuviera la facultad de manipular la moneda, la posibilidad de las crisis cíclicas seguiría latente en la medida en que los prestamistas de última instancia incentivan a la mala toma de decisiones. Pervierten el problema del cálculo económico. El riesgo moral asociado a los bancos centrales no puede ser ignorado, argumentan Mises y Huerta de Soto. Supone una terrible candidez esperar prudencia de las entidades financieras si éstas, de antemano, tienen presente que a sus espaldas cuentan

con una estructura dispuesta a rescatarlos. En definitiva, se premia el error y se castiga la prudencia.

Mises defiende el sistema de banca libre bajo la idea de que, en un entorno de competencia, se reduce la tentación de expandir descontroladamente el crédito. Como veíamos con Selgin, el principio de la maximización de beneficios induciría a los bancos a mantener el poder adquisitivo de la moneda, penalizándolos por sobreemitir. Mises lo expresa la misma idea en los siguientes términos:

La preocupación por su propia solvencia habría inducido a los bancos a proceder con máxima cautela en la creación de medio fiduciarios. Las instituciones que hubieran adoptado una política distinta harían tenido que suspender pagos, y se habría fortalecido la desconfianza y recelo del público, escarmentado en su propia carne<sup>66</sup>.

Por lo demás, Mises se muestra cínico ante la creencia de que los bancos centrales existen para proteger el sistema financiero:

Es una pura fábula afirmar que los gobernantes intervinieron los bancos para restringir la creación de medios fiduciarios e impedir la expansión crediticia. Lo que en realidad buscaban era la inflación y la expansión crediticia. Privilegiaron a determinados bancos porque querían suprimir las limitaciones que el mercado libre impone a la expansión crediticia, o bien trataban de incrementar los ingresos del fisco. La verdad es que, por lo general, las autoridades deseaban ambas cosas a la vez [...]. Solo más tarde, cuando los indeseables pero inevitables efectos de la expansión crediticia hicieron su aparición, se dictaron leyes tendentes a restringir la emisión de papel moneda —y a veces también la apertura de créditos— si esos billetes o cuentas no tenían pleno respaldo dinerario.

Ningún gobernante está dispuesto a implantar la libertad bancaria, porque ello supondría renunciar a lo que el gobernante considera interesante fuere de ingreso fiscal.<sup>67</sup>

Huerta de Soto suscribe punto por punto la opinión de Mises al tiempo que crítica a Selgin. En concreto, opina que la banca libre es condición necesaria pero no suficiente para la estabilidad financiera. Y es que para el español, la naturaleza del negocio bancario, en presencia o ausencia

---

<sup>66</sup> Mises, Ludwig von. Op cit, pág 528.

<sup>67</sup>Ibid, pág. 529.

del banco central, con o sin patrón oro, induce a sus agentes a hallar los medios necesarios para expandir el crédito. Recuérdese que Selgin propone que los bancos compitan en un entorno de moneda fiat y con reserva fraccionaria. Huerta de Soto postula la necesidad de que la competencia bancaria esté condicionada al coeficiente de caja del 100%. En este punto se muestra mucho más claro que Mises, concluyendo que:

El incumplimiento de esta norma no debe, por tanto, ampararse en la libertad bancaria, pues supone no sólo la violación de un principio tradicional del derecho, sino además de una serie de consecuencias en cadena muy negativas [...]. Los aspectos jurídicos y económicos se encuentran íntimamente relacionados, y no es posible violar impunemente los principios jurídicos y morales sin que se produzcan graves consecuencias dañinas en el proceso espontáneo de cooperación social.<sup>68</sup>

### **3. Completa libertad monetaria (regreso al patrón oro)**

El primer paso para lograr la completa libertad bancaria comenzaría por la abolición de las leyes de curso forzoso, es decir aquellas que obligan a los agentes a aceptar como único dinero aquellos medios fiduciarios que el Estado determine. Veámos con Menger que, históricamente, la entrada en escena del dinero en la economía se produce desde hacia abajo hacia arriba, por medio de acciones espontáneas. De ello se desprende la convicción austriaca de que la mejor moneda será aquella que, por un proceso evolutivo y natural, sea aceptada por la mayor parte de los empresarios y consumidores.

Este proceso de autoselección deja de suceder en el momento en que los gobiernos, mediante de leyes de encaje legal, decretan un medio de cambio, por lo general fiduciario, como único medio de pago aceptable. Existe, pues, una violación de los principios tanto éticos que deberían regir la actividad humana. Aunado a esta afrenta a los principios generales de la libertad, surge un nuevo conjunto de problemas económicos. ¿Cómo saber que el dinero óptimo es aquel que impone la autoridad central y no el que eligen los millones de participantes del proceso de mercado?, se cuestiona la teoría miseana. La recurrencia de las crisis cíclicas, los largos y tortuosos periodos de inflación, así como la escalada en los niveles de la deuda, señalan que,

---

<sup>68</sup> Huerta de Soto, Jesús. *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 1998, pág. 577

quizá, la estructura monetaria que mejor se ajusta a los intereses expansivos del gobierno no es la que maximiza el bienestar de los agentes individuales, y ni siquiera la de los propios Estados. En un pasaje particularmente acalorado de *La acción humana* Mises critica la pretensión estabilizadora de los gobiernos y los economistas afines al intervencionismo sobre las bases de que tal actitud comenzó en el momento en que los Estados descubrieron que podían emitir deuda pública a perpetuidad. Actividad ésta amparada en una moneda de fácil manipulación. A través de la emisión de la deuda,

El estado, esa nueva deidad de la naciente estatolatría, esa eterna y sobrehumana institución inmune a toda terrenal flaqueza, brindaba al ciudadano la oportunidad de poner su riqueza a salvo de cualquier vicisitud, ofreciéndole ingresos seguros y estables. Se abría el camino para liberar al individuo de la necesidad de arriesgarse y de adquirir su riqueza y su renta cada día en el mercado capitalista. Quien invirtiera sus fondos en el papel emitido o por las entidades paraestatales quedaría para siempre liberado de las insoslayables leyes del mercado.<sup>69</sup>

Pero no hay almuerzos gratis, y la deuda presente es, siempre, un impuesto futuro. Si el Estado erra en sus planes de inversión, «la exacción fiscal es la única vía a que puede recurrir el gobierno para cumplir sus compromisos crediticios. De este modo el gobierno hace responsables a los ciudadanos del dinero malgastado»<sup>70</sup>. Más valdría restringir tales tentaciones. Un buen paso, piensan los misesanos, sería arrebatar al gobierno el privilegio del expansionismo, y qué mejor manera que emplear para ello el patrón oro siempre y cuando a las entidades bancarias se las someta a mantener un coeficiente de caja del 100%.

La banca de *laissez-faire*, según la imaginaba el último Hayek, consistía en un entorno de entidades que, con plena libertad, emiten moneda. El mercado tendería a seleccionar aquellas que, a lo largo del tiempo, conservaran mejor su poder adquisitivo. Hasta aquí parecería haber una coincidencia con el enfoque de Mises y Huerta de Soto, sin embargo para el Nobel la competencia debería darse en el marco de monedas fiat. Más adelante Selgin y White intentarán refinar y formalizar la propuesta de Hayek, aduciendo la estabilidad que se genera en un clima

---

<sup>69</sup> Mises, Ludwig von, op cit, págs. 272-273

<sup>70</sup> Ibid, pág. 274



de libre emisión en el que la oferta monetaria es completamente elástica a las variaciones del sector real.

Huerta de Soto acusa a Hayek de teorizar nada más que veleidades y tecnicismos en lo que respecta a la configuración del nuevo sistema bancario. La antipatía del español puede entenderse mejor si se la contextualiza apropiadamente, y es que para él existe ya una referencia histórica sobre cuál es el patrón preferido del mercado. Nada más hay que recordar el teorema regresivo de dinero y sus implicaciones. Huerta de Soto tiene la seguridad de que, en última instancia, el mercado se volcará hacia el oro o quizá hacia un patrón bimetálico.

Por otro lado, debe recalarse que el enfoque miseano es categórico en la afirmación de que la sola existencia de dinero fiat promueve las expansiones crediticias y, por lo tanto, el ciclo económico. Lo mismo será válido para un patrón oro relajado, como aquel que se empleó en el mundo occidental hasta el fracaso de los acuerdos de Bretton-Woods. Los metales bien pueden ser una forma de contención a la euforia<sup>71</sup>, sin embargo no pueden detener la fiebre crediticia en tanto continúe rigiendo la reserva fraccionaria y la banca central.

Contrástese la laxitud del patrón oro según lo entendieron los políticos modernos con la noción tradicional que defienden los miseanos. Hubo un tiempo en que, en efecto, las emisiones de papel moneda estaban respaldadas en una cierta cantidad de oro, pero este hecho no imposibilitaba que los bancos prestaran parte de los depósitos o que los gobiernos devaluaran sus monedas por medio de la inflación. Bastaba con imprimir más billetes, a cada cual menos valioso. Crecía la oferta de medios de pago al tiempo que se mantenía rígida la de los metales.

Un patrón oro auténtico, recalca Huerta de Soto, es aquel que vuelve imposible toda suerte de manipulaciones por parte de las entidades bancarias y la autoridad central. Las prácticas inflacionistas estarían penadas por la ley. La historia demuestra que, mientras se mantuvo vivo el patrón oro, los agentes del sistema financiero buscaron métodos para circunnavegar sus limitaciones. Tanto más imperiosa deviene la necesidad de establecer penalidades a quienes se aventuren a manipular la moneda, ya sea por la impresión discrecional de papel moneda o mediante las facilidades que brinda la reserva fraccionaria para acrecentar el crédito circulatorio.

---

<sup>71</sup> Mises dirá que «el patrón oro independiza el poder adquisitivo del dinero de las cambiantes ambiciones y doctrinas de los partidos políticos y grupos de presión» (La acción humana, 1947, pág. 567).

Es también un hecho histórico la degradación del oro en tanto que medio de pago. Bien es cierto que el dólar y el resto de las monedas seguían estando respaldados, pero ya bien entrado el siglo XX resultaba inconcebible y hasta risible el que las personas demandaran el correspondiente en metálico. El medio de pago y de atesoramiento era el papel emitido por los Estados. Una ley de curso forzoso que, para todos los efectos prácticos, volvía del empleo corriente del oro un mero concepto para los ciudadanos. Idea vaga que, además, pendía de hilos muy delgados.

La Segunda Guerra Mundial había visto a los Estados Unidos emerger como la economía dominante. A raíz de los acuerdos de Bretton-Woods de 1944 se concibió un Nuevo Orden Económico Mundial. El dólar norteamericano se mantenía respaldado en oro, mientras que el resto de las monedas emplearían como referencia no ya sus reservas auríferas sino la divisa de los Estados Unidos. Poco menos de tres décadas después, el financiamiento de la Guerra de Vietnam volvió insostenible la paridad del dólar con respecto al oro. Ante una moneda cada vez menos valiosa, el resto de las economías prefirieron abandonar los tipos de cambios rígidos y avanzar hacia un patrón fluctuante basado en la moneda fiat.

Nada de esto se corresponde con el ideal y la alternativa que plantean Mises y Huerta de Soto. De ahí que no pueda hablarse en sentido estricto de un verdadero patrón oro y sí de un experimento fallido, elucubrado no por el mercado libre sino por los planes de un equipo de tecnócratas e ingenieros sociales que, en su arrogancia, creyeron haber decodificado el secreto de cómo se controlan las variables económicas. De modo que si una teoría ha de caer en descrédito, opinan los austriacos, no debe ser aquella que pugna por el establecimiento del patrón oro, sino la de quienes consideran que la planificación puede determinar con precisión exacta los resultados del proceso económico.

Surgen aquí los problemas de la transición. Existe un mercado real inundado de medios fiduciarios a partir de los cuales se ha construido una estructura de precios. ¿Cómo se privatizaría este sistema y de qué manera se garantizaría que no hubiera un desajuste inmediato? Anuncia Huerta de Soto que «[n]o puede interpretarse nuestra propuesta de elección de moneda en el sentido de que, en el proceso de transición hacia la misma [...], se privatice el dinero

actualmente de una manera que no sea sustituyéndolo por aquel dinero que a lo largo de la historia y de forma evolutiva, generación tras generación, ha venido preponderando.»<sup>72</sup>

Huerta de Soto pretende que, después de reemplazar el dinero fiduciario actual por su equivalente en oro, el mercado continúe con su natura evolución y elija el patrón de su preferencia. De ahí que para el español no sean válidas las críticas que, desde algunos sectores del libertarismo, acusan de planificadores a los defensores del patrón oro sometido a un coeficiente de caja del 100%. Son melifluos tales planteamientos en que el objetivo último de la propuesta es defender del modo más férreo posible la propiedad privada, y son vanos en la medida en que la propuesta no busca imponer a perpetuidad, so pena de consecuencias legales, un patrón metálico que impida la libre experimentación del mercado. En las secciones finales de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* Huerta de Soto señala que, habiendo declarado la libertad de moneda, «el mercado retome su libre evolución [...], bien confirmando al oro como dinero de general aceptación, o bien dando entrada de manera espontánea y paulatina a otros patrones.»<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Huerta de Soto, Jesús, op cit, pág. 575

<sup>73</sup> Ibid, pág. 576.

## Capítulo 4. Replanteamiento a la teoría austriaca del ciclo económico

### **Los principios de la disciplina y la elasticidad**

Dos principios rigen las actividades financieras: la disciplina y la elasticidad. El crédito surge como una manera de expandir los mercados por medio de la facilitación de los intercambios a través del tiempo. Si las unidades económicas se vieran limitadas a sus reservas y flujos de caja presentes el volumen de las transacciones estaría severamente acotado. Una promesa de pago, ya sea en palabra o materializada en una letra de cambio, colabora a cimentar la estructura productiva en su conjunto.

Supóngase el caso de un agente con necesidad de financiación que planea llevar a cabo un proyecto. Es posible que, tras realizar el balance correspondiente y comprobar que está maximizando sus ganancias de acuerdo al flujo de sus recursos, nuestro agente se dé cuenta de que la inversión futura no será posible si no es mediante una ayuda externa. Por suerte, nuestro personaje no es Robinson Crusoe y en las economías existen millares de agentes con capacidad de financiación, de modo que para materializar el proyecto le bastará con acudir al mercado financiero y solicitar un crédito con la promesa de pagarlo en un tiempo determinado.

En este sencillo ejemplo hemos visto en acción los principios de la elasticidad y la disciplina. El crédito permite expandir las actividades económicas, mientras que las promesas de pago y el plazo comprometen tanto al acreedor como al deudor establecer un contrato de beneficio mutuo. En una economía dineraria se espera que la deuda sea amortizada empleando los flujos de caja, que a su vez están determinados, al menos en parte, del beneficio que se ha cosechado tras poner en marcha los proyectos de inversión.

La economía, como hemos insistido a lo largo de esta tesis, es una marisma de flujos y reflujos, un proceso continuo. Cuando se analiza un fenómeno concreto la estática comparativa puede ser un buen punto de partida, pero jamás una historia completa. En la medida en que el futuro influye en el presente, las expectativas y la incertidumbre han de incorporarse a cualquier análisis, sea en el campo teórico en la praxis que se da por medio del cálculo económico.

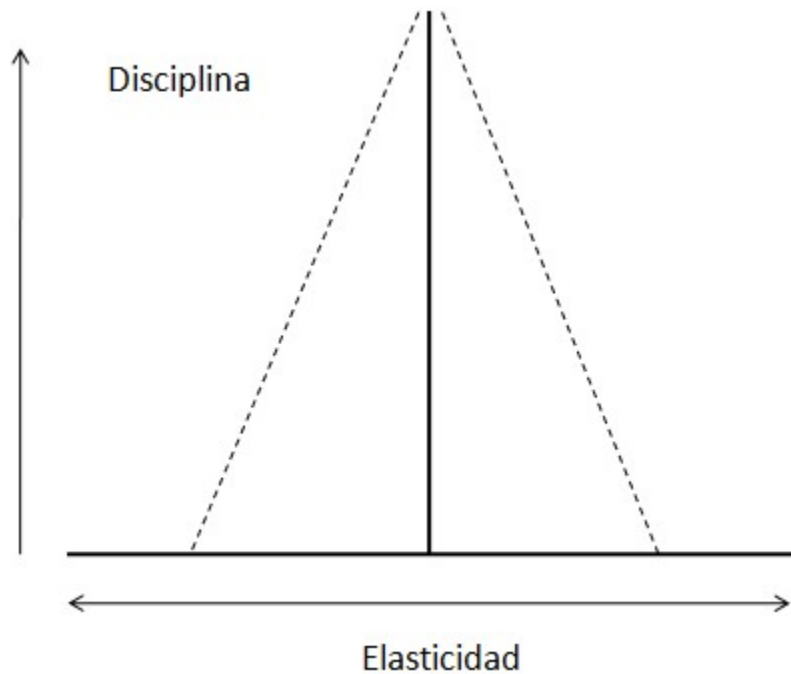
De ahí que se requiera de la disciplina. Si no tuviéramos el presentimiento de que mañana seguiremos con vida, la acción humana perdería sentido y la cautela no tendría valor alguno. Es cierto que «en el largo plazo todos estaremos muertos», pero incluso Keynes podría admitir las limitaciones de su ironía: no es casualidad que él insistiera en la importancia de las expectativas en el comportamiento de los agentes, sobre todo en lo que respecta al dinero y, en específico, su relación con la liquidez.

Una letra de cambio es más que una promesa genérica y brumosa de pago. Las operaciones de crédito no serían viables si no hubiera elementos de certeza y tranquilidad. Así, los deudores que aspiran a sobrevivir no emiten simples juramentos, sino que asumen compromisos consigo mismos. En la relación crediticia la liquidez y hasta el honor están en la línea: más vale reunir los recursos para pagar la deuda; de lo contrario me arriesgo a incurrir en costos crecientes, intereses extraordinarios, acciones legales e incluso la pérdida de la libertad. Si el sistema no tuviera una manera de equilibrar la elasticidad que provee el crédito por medio de prácticas y reglas disciplinarias, pedir y otorgar préstamos devendrían actos irracionales.

Para coordinar a los agentes con capacidad de financiación con los agentes con necesidad de financiación se requiere de un precio. En nuestro caso, se trata de la tasa de interés. Sin duda existen muchos otros factores, técnicas y particularidades que entran en juego en los mercados financieros, pero por el momento bastará con enunciar su estructura fundamental.

A continuación se presenta un gráfico, basado en las ideas de Perry Merhling, que representa los vaivenes de la economía. A nuestro juicio resulta más aclarador que los que representan la evolución del ciclo por medio de meras oscilaciones en torno a una tendencia:

Figura 16. Disciplina y elasticidad



Fuente: Elaboración propia

Tenemos un triángulo. La altura representa la disciplina del sistema, mientras que la base expresa la elasticidad. La figura también expresa la noción jerárquica de la economía. Conforme nos acercamos a la cumbre nos habremos de enfrentar a una creciente escasez. En el fondo está la abundancia de recursos. Evidentemente, con bienes escasos hay menos margen de maniobra. Por tanto, deberán ser más valiosos.

Pensemos, primero, en el dinero. En el tope de la jerarquía estarían los activos financieros reales líquidos. Es decir, aquellos bienes económicos utilizados como medio de intercambio que no son un pasivo de nadie. Tradicionalmente, estos han sido los metales<sup>74</sup>. Mises los denominó dinero-mercancía. A nuestro juicio esta es una mala clasificación, y explicaremos el motivo de ello en las siguientes secciones, pero al menos de momento el concepto miseano puede proveer claridad al argumento que queremos exponer.

---

<sup>74</sup> Más adelante veremos que los activos reales pueden dividirse entre tangibles y no tangibles.

Por su naturaleza, los activos reales son escasos y poco elásticos. A menos que el ser humano perfeccione la alquimia, el oro, debido a su oferta más bien rígida, ofrece un alto grado de disciplina al régimen monetario. Corsé que es posible aflojar mediante el señoreaje, el raspado de la moneda o la impresión de billetes sin respaldo. Sin embargo, aquellos que lo han intentado saben que violar los preceptos de la disciplina conlleva un costo de oportunidad. En este caso, la degradación del poder adquisitivo.

Justamente, las prácticas antes descritas son una manera de buscar la elasticidad que el oro por sí mismo no provee. El solo hecho de diseñar sustitutos monetarios respaldados en una cantidad fija de metálico mejora las condiciones de liquidez de los agentes. En ese sentido, el papel moneda es más elástico que el oro. Ocupa menos espacio en la cartera y es más sencillo hacer grandes transacciones. Cargar con cofres de oro no es precisamente la opción que más les conviene a los comerciantes y ya en las ferias medievales quienes participaban de ellas cargaban consigo letras de cambio que más tarde serían descontadas en oro.

Podemos descender aún más en la jerarquía. Bajo el patrón oro, un billete es una promesa de pagar oro. No así otras formas de crédito. Pensemos en un pagaré denominado en billetes. En tal caso, el deudor no estará prometiendo al acreedor pagar con dinero en sentido estricto, sino con un sustituto monetario (una promesa de pago emitida por el banco). La elasticidad aumenta, pero también el riesgo. Es posible que cuando se cancele la deuda también quiebre el banco y este se quede sin reservas de oro. En tal caso el acreedor no podrá redimir los billetes cuando lo necesite.

La jerarquía de nuestro ejemplo quedaría formalizada de este modo:

1. Dinero en sentido estricto (activos reales, oro).
2. Depósitos y billetes con respaldo.
3. Otras formas de crédito.

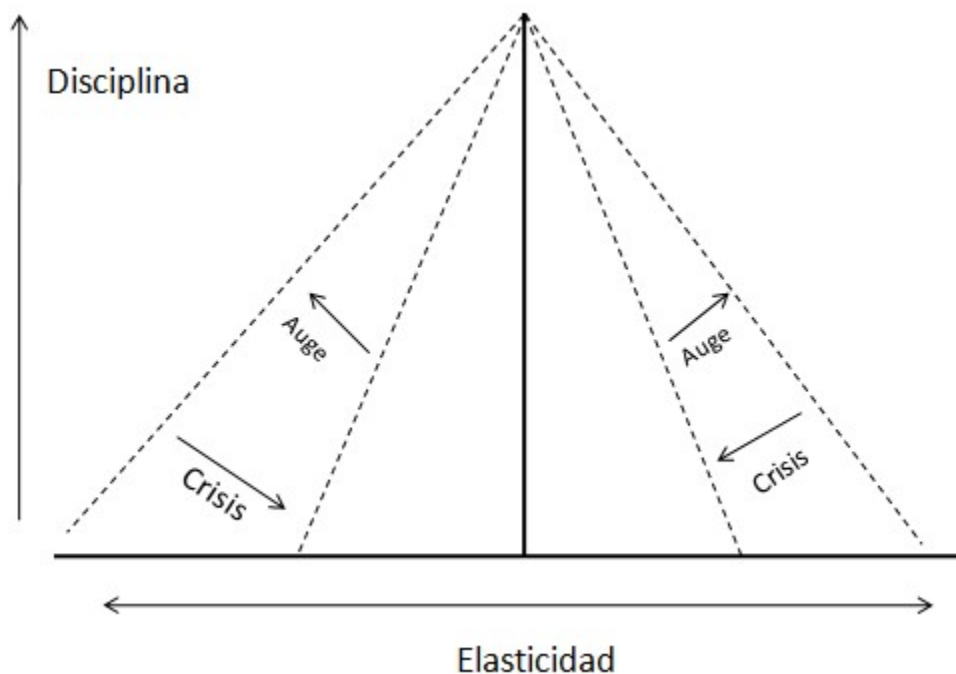
A medida que descendemos, más abundantes se vuelven los medios de intercambio. Imprimir billetes respaldados en una fracción de oro es más fácil que explotar minas. Firmar pagarés es aún más conveniente que tener billetes a la mano.

La anterior jerarquía nos habla también de la calidad de los medios de intercambio. Una promesa de pago es un depósito de valor mediocre cuando se lo compara con el oro. Aunque es práctica

común invertir parte del patrimonio en bonos a veinte años, la gente no está dispuesta a protegerse de la incertidumbre en pagarés dudosos. Mejor aún es contar con activos físicos. El oro es percibido como cualitativamente superior a un certificado que promete pagar cierta cantidad de pesos si es que no quiebra el banco o el Estado no se endeuda demasiado y se ve obligado a incurrir en prácticas inflacionarias. Después de todo, del dinero se valora su liquidez y estabilidad de valor adquisitivo.

Se puede aplicar el mismo razonamiento para el ciclo económico. Durante los periodos de auge hay una tendencia inequívoca hacia la elasticidad del crédito. La crisis impone disciplina. El auge insostenible, que ha de estar aparejado de la expansión crediticia, implica también la sobreabundancia de activos y pasivos de mala calidad. Pensemos en proyectos de inversión que resultarán inviables (bloques de edificios abandonados, como sucedió tras la crisis de las *subprime*) y la acumulación de distintas formas de crédito basura.

Figura 17. El ciclo económico en el contexto de la elasticidad y la disciplina



Fuente: Elaboración propia



Si en particular la moneda nacional se ve afectada, las personas adjudicarán un mayor valor a activos como el oro. Hemos insistido en los metales, pero todo lo que hemos dicho se sostiene en los regímenes fiduciarios. El punto que intentamos recalcar es que, dado un contexto económico, siempre habrá una jerarquía. No debería causar sorpresa que así como la gente atesore alhajas, también esté dispuesta a renunciar al uso de bolívares y demande dólares. Existe la percepción de que la moneda extranjera es de una mayor calidad que la nacional.

El modelo aquí presentado deja la puerta abierta a interpretaciones que quizá resulten catastrofistas. Si todo auge implica un alejamiento de la disciplina, por el hecho de que el dinamismo económico alienta la proliferación de actividades cada vez más arriesgadas, entonces se puede intuir que la naturaleza del sistema es necesariamente cíclica e inestable. Esta es la tesis que defiende Hyman Minsky con su hipótesis de la inestabilidad financiera.

La escuela austriaca podría contraargumentar, diciendo que, en efecto, la expansión artificial del crédito alienta la infravaloración del riesgo y la toma de malas decisiones, por lo que el auge es necesariamente inestable.

Resta preguntarse qué acciones pueden tomarse para prevenir o impedir de plano las fluctuaciones. A la luz del paradigma que aquí se ha explorado, la respuesta pareciera sencilla: se requiere de una mayor disciplina. La verdadera pregunta debería ser qué tipo de sistema de control es el más óptimo y deseable. Para Minsky, y en general el mainstream, la respuesta se halla en las regulaciones y el banco central. Los austriacos, si bien no todos, tienden a favorecer el patrón oro porque fuerza la disciplina de un modo que la moneda fiduciaria, por mejor regulada que esté, no puede hacerlo. En particular, el enfoque miseano pretende limitar el crédito. Se trata de una visión particularmente disciplinaria.

En las secciones subsecuentes mostraremos, desde un enfoque marginalista, las limitaciones del paradigma austriaco convencional. Es decir, aquel que exponen Mises, Rothbard y Huerta de Soto. El fin último de nuestra crítica será integrar los conceptos de inestabilidad financiera, disciplina y elasticidad a la teoría austriaca del ciclo económico.

## **El rompimiento de la tradición marginalista en el pensamiento de Mises**

En la tradición marginalista que inaugurara Carl Menger en su obra *Principios de economía política* se identificaban dos tipos de bienes económicos, a saber: bienes de primer orden y bienes de orden superior. Se parte del hecho de que cada individuo cuenta con necesidades y una escala valorativa. Así, aquellos bienes que se encuentren más próximos a satisfacer dichas necesidades reportarán una mayor utilidad.

Si fuera a utilizarse una nomenclatura moderna, podría afirmarse que los bienes de primer orden equivalen a los bienes de consumo. El ejemplo clásico es el de un individuo con hambre que debe resolver un problema de elección. Puede hornear una barra de pan o comprarla. La segunda opción es más conveniente, de modo que, dadas las circunstancias de nuestro personaje, la barra de pan reporta una mayor utilidad que la harina, el agua, la sal, los sartenes y los hornos. El pan será un bien de primer orden.

Los bienes de orden superior son aquellos que están más lejos de satisfacer las necesidades y que, por lo tanto, reportan en el presente una menor utilidad. En general, este rubro engloba a los factores productivos. Siguiendo el ejemplo planteado, no es tanto que los hornos carezcan de valor, pero para nuestro sujeto hambriento una cesta de insumos y un equipo de capital suponen un aumento en los costos tanto objetivos como subjetivos de saciar la necesidad.

Vemos que las valoraciones particulares juegan un rol vital en el análisis económico marginalista. Si alejamos la cámara y captamos un cuadro de la economía en su conjunto, se aprecia que las relaciones productivas y de intercambios se entretajan mediante el hilo de la subjetividad humana. Así es como se coordina el mercado, en un proceso dinámico, a través del tiempo.

Un aspecto para nada menor del enfoque marginalista es la interacción entre el presente y el futuro. Decía Böhm-Bawerk que la producción es un fenómeno que toma tiempo. Verdad de Perogrullo que, no obstante, reviste una gran relevancia para entender de qué manera se estructura el sector productivo en las economías a lo largo de distintos periodos. Precisamente, uno de los efectos del ciclo económico es la alteración de la estructura temporal de la producción.<sup>75</sup>

---

<sup>75</sup> Véase Capítulo 3, sección 4: La estructura del capital según Hayek.

Así las cosas, aceptamos que consumidores, productores, bancos, gobiernos y países, en fin, todas las unidades económicas, interactúan hoy con vista hacia el mañana. De ahí que el crédito y los tipos de interés representen una importante pieza en los entramados de la acción humana. Precisamente, si es cierto que por medio de los precios se coordinan las decisiones económicas, tanto más verdadero es que el dinero y el interés deban ser punto focal del análisis. Ellos son el río y el puente que liga los eventos del hoy y del mañana.

Del dinero se espera, ante todo, que preserve su poder adquisitivo. En parte es por eso que lo demandamos, pero no es el único motivo y más adelante mostraremos otros determinantes de su demanda. Por lo pronto fijémonos, como lo hace Mises, en la estabilidad del valor. Es claro que los consumidores e inversionistas no querrán una moneda de mala calidad que no vaya a servir para adquirir bienes en el futuro.

Para el análisis económico resulta tentador centrarse en el poder adquisitivo del dinero como fundamento de su demanda. Quizá existen muchos otros motivos por los cuales la gente desea tener a su disposición una buena cantidad de medios que faciliten el intercambio, pero en el fondo lo que se desea es que la cualidad que vuelve aceptable a dicha mercancía como medio de cambio se preserve con el tiempo.

Carl Menger fue un paso adelante y desarrolló la mejor y más acabada teoría sobre la génesis del dinero. Ni chartalista ni metalista, el austriaco era un auténtico evolucionista<sup>76</sup>. Nos explica por qué el dinero es una necesidad lógica de la actividad económica y por qué aparece de manera espontánea. La clave está, ante todo, en la liquidez y no en el poder adquisitivo o el sello que imprime el Estado en las monedas. Claro está que un hombre no puede abarcarlo todo, y Menger no alcanzó a desarrollar una teoría completa del dinero, del crédito y la banca.

¿Es el dinero un bien económico de primer orden o de orden superior? Ludwig von Mises argumenta que se trata de una criatura distinta que merece su propia categoría. Es así que en *La teoría del dinero y los medios fiduciarios* (1912) postula que el dinero es un tercer tipo de bien económico: un medio de cambio. Se descarta que sea un factor productivo porque los servicios

---

<sup>76</sup> Ciertamente es que Menger se interesa en los metales preciosos como dinero, pero no elabora una teoría de por qué el dinero tiene que ser necesariamente metálico. Hacer esta distinción es vital, pues tiene ramificaciones que se expresan en el presente. Veremos cómo el enfoque mengeriano explica lo que Mises no puede: el surgimiento de las criptomonedas.

que presta están asociados a la adquisición de bienes, no a la producción de los mismos. Y evidentemente no será bien de consumo porque, por sí solo, el dinero no tendrá utilidad distinta a la de realizar intercambios. En el caso del atesoramiento, lo que se valora son el poder adquisitivo o la materia prima en cuanto tal.

Los medios de intercambio, a decir de Mises, se dividen entre dinero en sentido amplio y medios de cambio secundario. A su vez, el dinero en sentido amplio abarca lo que Mises llama el «dinero en sentido estricto» y los sustitutos monetarios. Dentro del dinero en sentido estricto está el dinero mercancía (el oro, por ejemplo), el dinero crédito (derechos de cobro) y el dinero fiat. Los sustitutos monetarios se dividen entre certificados monetarios (sustitutos respaldados en dinero en sentido estricto) y medios fiduciarios (sustitutos no respaldados, promesas de pago).

Mises, y con él el canon austriaco, centra su estudio del ciclo económico en el impacto de los medios fiduciarios sobre el crédito. Concretamente, se postula que la descoordinación en las preferencias temporales suele darse como producto de la expansión crediticia por medio de la sobreemisión de medios fiduciarios. O dicho de otro modo, para bajar la tasa de interés los bancos centrales tendrán que aumentar *ex nihilo* la oferta de medios fiduciarios sin renunciar a la posesión de un bien presente. De ahí que suela decirse que los billetes de nueva creación aparezcan de la nada, pues no están respaldados por otra cosa que no sea la tinta de la impresora. Y a veces ni eso.

El modelo de Garrison no permite apreciar el fenómeno completo porque carece de un mercado de dinero en cuanto tal. Las alteraciones ocurren en el mercado de fondos prestables y estas se reflejan en la frontera de posibilidades de producción. Para entender a cabalidad esta relación causal es necesario comprender que el banco central no disminuye por arte de magia los tipos de interés. Para ello debe expandir la oferta monetaria por medio de la emisión de medios fiduciarios. El modelo contiene implícito este argumento, pero no lo muestra claramente. Hay que hacer abstracción y deducción de lo que se esconde en el mercado de fondos prestables.

Una vez el banco central inunda el sistema con dinero de nueva creación, el mercado interpreta dicho flujo de medios fiduciarios como un aumento espontáneo de la oferta de dinero en sentido estricto. Quizá sea por este argumento, vital dentro del análisis miseano, que Garrison optara por limitarse a mostrar un mercado de fondos prestables con solo dos tipos de interés, el natural

y el intervenido. De hecho, Mises comenta que, a todos los efectos, las variaciones en los medios fiduciarios y en el dinero en sentido estricto son indistinguibles, pues dentro del análisis praxeológico devienen equivalentes.

Puede intuirse por qué los agentes se dejan engañar —las teorías cuantitativas suelen operar bajo un supuesto de velo monetario o de información imperfecta—, pero para entender por qué Mises llegó a postular que no hay distinción cualitativa entre un crecimiento de la oferta de dinero en sentido estricto y un aumento en los medios fiduciarios hay que recordar la vena aristotélica del método austriaco. Tal y como apuntaba Rothbard, el método austriaco pretende descubrir los mecanismos y las leyes que rigen los procesos económicos en todos y cada uno de los momentos. Se trata de una consecución de la esencia pura de los fenómenos.

Si se analiza la categoría «medios de intercambio» se podrá entender cómo se comportan el resto de sus formas. Dentro de la categoría dinero se hallan tanto el dinero en sentido estricto como los medios fiduciarios. Así, concluye Mises, ambos deben ser analizados bajo la misma luz. No es solo que los agentes se dejen engañar o que no puedan discernir las políticas económicas como resultado del velo monetario, sino que el análisis praxeológico debe hacerlos equivalentes.

Esencialmente, la teoría austriaca del ciclo económico descansa en la más profunda teoría austriaca del valor del dinero. Garrison se sigue saltando pasos. Si Mises usara su herramienta analítica —suposición altamente improbable—, diría que las perturbaciones en el mercado de fondos prestables ocurren como resultado de alteraciones en «la relación monetaria» y que dichos vaivenes suelen ocurrir en el momento en que los bancos centrales sobreemiten medios fiduciarios. Lo que Mises denomina relación monetaria no es otra cosa que el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. Cabe preguntarse cuáles son, a su juicio, los determinantes de dicha relación.

Aquí es donde la teoría de Mises se aleja de las tesis ortodoxas y postula que los factores que determinan la oferta y demanda de dinero son independientes. Puede interpretarse de novedad intelectual, pero cuando se analiza la obra del austriaco uno constata que, más bien, el propósito de Mises es reformular la vieja teoría cuantitativa del dinero, salvarla del mecanicismo al que la había llevado Fischer y al que lo conducía Milton Friedman. Semejante replanteamiento solo es posible cuando se analiza el dinero como un tipo especial de bien económico. De ahí la

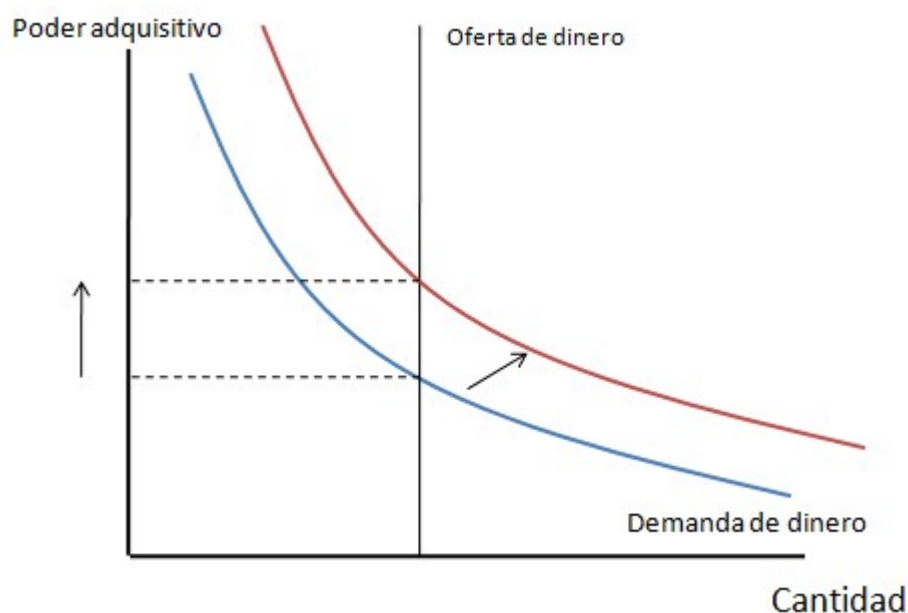
necesidad de elaborar una nueva categoría que lo englobe. Acaso sin advertirlo, Mises no continúa el pensamiento de Menger, sino que rompe con él.

## La relación monetaria

En *La teoría del dinero y los medios fiduciarios* se plantea que existen dos valores del dinero, el subjetivo y el objetivo. El primero refiere a la utilidad, el segundo a su poder adquisitivo. Para los marginalistas existe un valor de uso subjetivo y un valor de cambio subjetivo claramente diferenciados. Mises, sin embargo, hace coincidir ambos valores para el caso del dinero. Esto se debe a que su función es la de ser medio de cambio. Su utilidad se deriva de lo que puede adquirir. Hemos visto en el capítulo 3 las implicaciones que tal idea tiene en la formulación del teorema regresivo del dinero. Volveremos a él en unos momentos.

Por lo pronto, para efectos de claridad, veamos de manera gráfica de qué depende la demanda de dinero. En el eje vertical colocamos el poder adquisitivo, en el horizontal la cantidad. Las conclusiones son más que intuitivas: ante una oferta fija e inelástica, una mayor demanda se traducirá en un elevamiento del poder adquisitivo del dinero.

Figura 18. La demanda de dinero según Mises



Fuente: Elaboración propia

Una mayor demanda, según la argumentación de Mises, se explica por el deseo de aumentar los saldos de tesorería. Dicho de otro modo, queremos tener más recursos monetarios a nuestra disposición. A no ser que aparezca el Arcángel Gabriel haciendo llover dinero, como postulaba Rothbard<sup>77</sup>, o el helicóptero de Friedman, los empresarios tendrán que deshacerse de sus mercancías para aumentar sus flujos de caja. Una segunda estrategia es dejar de consumir y atesorar recursos.

Puede verse que, mecánicamente hablando, es posible que las variaciones en la demanda alteren la relación monetaria, pero Mises considera que a nivel agregado los cambios en una dirección de las preferencias de los agentes se cancelan por los cambios en la dirección opuesta las preferencias de otros, con lo cual se llega a una estabilidad de la demanda de dinero. En el ejemplo que acabamos de usar, mayores ventas requieren mayores desembolsos. Así, mientras que unos flujos de caja aumentan otros tienen que disminuir.

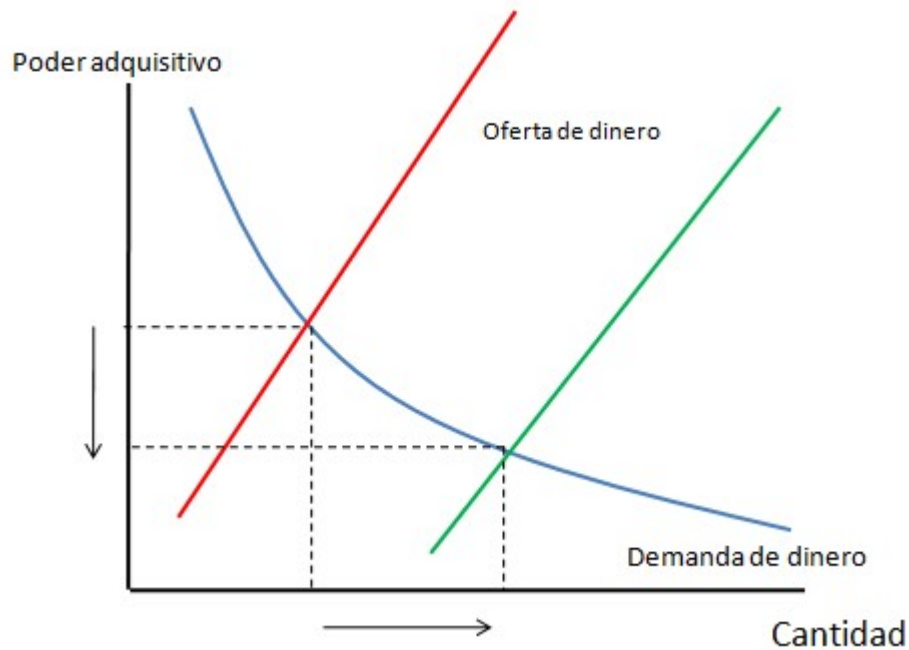
Derivado de estas consideraciones es que Mises, en la tradición cuantitavista, prefiera mirar el mercado monetario desde el lado de la oferta. Sin embargo, no pretende, como sí quiso Fischer, apoyarse en el estudio simplificador de la bien conocida ecuación que postula  $MV = PQ$ . Semejante formulación implica que un aumento en la masa monetaria aumenta todos los precios de la economía. Pero como veíamos en secciones previas, Mises y, en general los austriacos, adoptan el análisis de Richard Cantillon, postulando que el nuevo dinero se introduce de manera asimétrica, generando alteraciones en distintos sectores. No es una disrupción homogénea.

En todo caso, vemos que aumentos en la oferta monetaria degradan necesariamente el poder adquisitivo de la moneda. Ya que la demanda es relativamente estable, mientras que la oferta presenta una mayor volatilidad —más aún en el contexto de un sistema fiat—, podemos visualizar el análisis miseano en la siguiente figura:

---

<sup>77</sup> Véase (Rothbard, *The Austrian Theory of Money*, 1974).

Figura. 19 La relación monetaria



Fuente: Elaboración propia

Siendo así, el ciclo económico se manifiesta como un problema asociado a la oferta de dinero. Si el banco central sobreemite medios fiduciarios con el objetivo de rebajar los tipos de interés, y así fomentar las inversiones, estará esencialmente expandiendo la oferta monetaria y degradando el poder adquisitivo. Situación que, sin embargo, no resulta evidente durante los periodos de auge por cuanto el mayor bienestar que se deriva del crecimiento toma la apariencia de una mayor riqueza, prosperidad y, por ende, poder adquisitivo.

Bien decía Mises que la demanda de dinero es ilimitada si se la entiende en tanto que manifestación de la riqueza. No es que la gente demande mayores flujos de caja por el gusto de atesorar moneda, sino que mayor riqueza siempre devendrá mayor bienestar. De esta manera, resulta sencillo entender cómo es que la expansión crediticia se vuelve un auténtico opio del sistema: el optimismo desbocado, la exuberancia irracional y el gran dinamismo de la economía opacan la verdadera naturaleza del auge.



En rigor, lo que el austriaco pretende con su análisis es describir un escenario harto frecuente en las economías altamente desarrolladas, donde el crédito más que un accesorio es el combustible del crecimiento. Se trata, pues, de una historia sobre cómo se articula, por medio de las políticas expansionistas, una continua erosión cualitativa del sistema monetario. De ahí que el auge nunca sea sostenible cuando se lo instrumentaliza por medio de las distorsiones crediticias. La crisis retira el velo que había interpuesto la falsa noción de prosperidad.

Nótese que, hasta el momento, no se ha mencionado el tipo de interés. Típicamente, las teorías ortodoxas plantean que el tipo de interés es el precio del dinero. El enfoque miseano sostiene que la tasa de interés refleja el estado de las preferencias temporales. Como veníamos anunciado, es el puente que liga las decisiones de consumo y gasto presente con aquellas del futuro. En un sentido praxeológico, que es el que interesa a Mises y a sus seguidores, la tasa de interés no será la que determine ni la oferta ni la demanda de dinero.

Volvamos por unos momentos al modelo de Wicksell. Vemos que el tipo de interés natural se determina en el mercado de fondos prestables. Es decir, en el entrecruzamiento de los planes de ahorro e inversión de los agentes de la economía. Para que haya financiación se requiere de que alguien financie tal necesidad. Basta con hacer un depósito. Lo que se ahorra puede prestarse para llevar a cabo un proyecto en el futuro. La tasa de interés surge para conciliar a los distintos planes.

En todo este proceso, según Mises, el dinero, sus sustitutos y en especial los medios fiduciarios son un instrumento no causal. La utilidad de los medios de cambio, como hemos visto, se deriva del poder adquisitivo y acaso también de la liquidez. Es así que, de acuerdo al austriaco, las manipulaciones del tipo de interés (fenómeno de oferta) afectan únicamente las preferencias temporales. Y estas perturbaciones son las que, en esencia, engendran el ciclo económico.

Podemos resumir el mecanismo de la crisis mediante la siguiente secuencia

$$\begin{aligned} \uparrow \text{medios fiduciarios} &\Rightarrow \downarrow \text{tasas de interés} \Rightarrow \Delta \text{ preferencias temporales} \\ &\Rightarrow \Delta \text{ estructura productiva} \end{aligned}$$

Donde los  $\Delta$  expresan variaciones.

Vemos que el proceso comienza no por una caída arbitraria de los tipos de interés, sino como una expansión del crédito vía el aumento de los medios fiduciarios. En la terminología de Mises, el aumento de crédito circulatorio da origen al ciclo económico.

Es la anterior secuencia la que, basándonos en Rallo (2019) pasaremos a criticar.

## **La liquidez, el pilar olvidado del enfoque austriaco**

Mises rompe con la tradición mengeriana en el momento en que postula que el dinero debe agruparse en una nueva categoría. Sobre esta particularidad de su planteamiento apenas ha habido dudas dentro de la tradición austriaca. Fuera de ella, sin embargo, la clasificación de los medios de cambio resulta un tanto caprichosa. De hecho, contradice el análisis de Carl Menger.

Para el autor de *La teoría del dinero y los medios fiduciarios*, el criterio que excluye al dinero de los bienes de orden superior es el hecho de que cantidades mayores del mismo no conducen a un mayor bienestar general. Este es un razonamiento problemático, toda vez que, si se analiza la naturaleza de los bienes económicos, la utilidad puede ser absolutamente decreciente a partir de un momento, y no solo marginalmente.

Ejemplo de ello es la Paradoja de Braess. Supóngase una red de carreteras transitada por múltiples automovilistas, cada uno abocado a maximizar su bienestar. En este caso, el objetivo es llegar cuanto antes al destino. Para solventar este problema que deriva en constantes embotellamientos puede elegirse crear nuevas vías. Sin embargo, existe un punto en el que la adición de nuevas rutas no solo no mejorará el flujo sino que tenderá a entorpecerlo. No es solo que la red se vuelve más compleja, sino que al momento en que cada uno de los actores pretende optimizar su situación opta por una vía que, al saturarse, reduce el bienestar general. La Paradoja de Braess refleja el caso de un equilibrio de Nash subóptimo.

Las carreteras son, sin duda alguna, bienes económicos de orden superior que proveen un servicio de tránsito. Si se atendiera al criterio de Mises cabría categorizarlas en una nueva categoría. Medios de tránsito, quizá. Semejante proposición resulta absurda y no hace más que añadir capas de complejidad innecesaria al análisis económico.

El dinero es, en rigor, un bien económico de orden superior que provee servicios de liquidez y que se utiliza como medio de intercambio. Más en específico, siguiendo la clasificación de Rallo (2019), podemos definir el «dinero en sentido estricto» como un activo real líquido. Un activo real es todo aquel bien económico que no es un pasivo de un tercero. Existen también los activos financieros, que se diferencian de los reales por ser pasivos de alguien. Veremos que estos también pueden ser usados como medio de intercambio.

La anterior definición es, de hecho, más fiel al análisis de Menger y, además, refleja una de las observaciones más agudas que hiciera Friedrich Hayek. En *La desanacionalización del dinero* se postula que, en vez de hablar de dinero en cuanto tal, cabría usar el adjetivo dinerabilidad. Dicho de otro modo, existen bienes en la economía que por sus características son más dinerables que otros. El análisis histórico de Menger se basa en esta precisa noción.

¿Qué confiere a una mercancía su dinerabilidad? En primera instancia, ha de ser la liquidez. De hecho, Keynes no se equivocaba cuando sostenía que se demanda dinero por tres motivos: transacción (medio de cambio), precaución (depósito de valor) y especulación. La liquidez juega un papel fundamental en cada uno de estos motivos. El dinero ideal ha de ser líquido, perdurable, fácil de transportar y ha de conservar su valor a lo largo del tiempo. El que los metales reúnan tales características llevó a Mises a especular, por medio de su teorema regresivo, que el poder adquisitivo del dinero surge de la demanda no monetaria previa del bien en cuestión. En este caso, el oro era utilizado por motivos ornamentales. Nótese que Menger no va tan lejos y él se limita a señalar que dichos bienes tienen más probabilidades de devenir dinero.

Mises se equivoca porque no considera que el dinero sea un bien de orden superior, sino un medio de intercambio de naturaleza del todo distinta. Pretende, en suma, generalizar sobre una categorización de suyo arbitraria y dudosa. En opinión de Rallo (2019) el teorema regresivo, por el contrario, debería postularse como un caso particular del origen del dinero. No como una ley. No como una necesidad lógica. Si Mises hubiera dilucidado la esencia de la génesis del dinero, si hubiera encontrado la explicación universal de cómo irrumpe en la escena, su teorema habría podido predecir el surgimiento de formas de dinero que no existían en su tiempo.

Rallo señala que las criptomonedas, y en especial Bitcoin, refutan la generalidad del teorema regresivo de Mises. Antes de su aparición, Bitcoin no tenía una demanda monetaria previa. Sin embargo, lo que sí posee Bitcoin es un alto grado de liquidez. Desde la perspectiva miseana se

ha intentado argumentar que se trata de una moneda fiat o medio fiduciario, pero esto es inadecuado. En rigor, Bitcoin es un activo real pues no constituye el pasivo de nadie. Además, es un medio de cambio aceptado y legitimado por el mercado que, en cierto modo, fue creado de la nada. No resulta razonable suponer que antes de su aparición la gente demandara los datos inexistentes. En todo caso valoraban una idea, una posibilidad teórica.

El teorema regresivo de Mises necesita que todo dinero tenga una demanda no monetaria previa. No es el caso de Bitcoin. Así, con el desarrollo del mercado y la tecnología, se hace necesario replantear las viejas explicaciones o rastrear en ellas los elementos que iluminen el entendimiento de los nuevos fenómenos. La explicación de Menger, sucinta y prístina, explica mejor que la teoría miseana por qué se demanda Bitcoin. Cabe, en todo caso, hacer una nueva distinción. Decir que existen activos reales tangibles, como el oro, y medios de cambio intangibles.

Resumiendo, Menger explica que la necesidad de la liquidez motiva la aparición del dinero. Y, en efecto, existe una preferencia por la liquidez que atiende a tres rubros esenciales: las transacciones (qué tan rápido puedo movilizar mis flujos de caja), la precaución (qué tan estable es el poder adquisitivo), la especulación (cómo afronto el mañana con mi liquidez presente).

Como correlato a estas observaciones, consideramos junto con Rallo que desdeñar las variaciones en la demanda constituye un grave error intelectual por parte de Mises y aquellos continuadores de su teoría que se negaron a dudar de lo escrito tanto en *La teoría del dinero y los medios fiduciarios* y *La acción humana*.

## **El ciclo económico desde la perspectiva de la liquidez**

Abriamos este capítulo caracterizando el sistema financiero y el conjunto de la economía como un sistema pendular que oscila entre la disciplina y la elasticidad. Junto con Misnky, reconocíamos que las unidades económicas se enfrentan en todo momento a la condición de la supervivencia (*survival constraint*), es decir que, en condiciones ideales, los flujos de caja deben ser equivalentes a las salidas a fin de garantizar la liquidez. Cuanto más ilíquido el sistema, más frágil y propenso a la crisis.

Postulamos, asimismo, que el dinero deriva su utilidad de la liquidez que provee. Si esto es así, la demanda de dinero no solo depende de los flujos de caja, como pensaba Mises, sino que también y sobre todo fluctúa con respecto a los factores que afectan la preferencia de la liquidez de los agentes. Cabe señalar que, en contra de lo que arguye la teoría cuantitativa del dinero, es posible que la demanda no sea del todo estable.

Más controvertido resulta la idea cuantitativista de cuño miseano según la cual la tasa de interés, por ser una medida exclusiva de las preferencias temporales, no influya en lo absoluto en la demanda de dinero. A nuestro modo de ver, tal idea es manifiestamente falsa. Una caída en la tasa de interés en definitiva aumenta la demanda en la medida en que disminuye el costo de oportunidad de atesorar el dinero.

El error de Keynes y los modelos IS-LM más mecanicistas yace en la creencia de que la tasa de interés es el único factor que reviste relevancia en la demanda de dinero. El modelo de Mises, que ha sido extrapolado de la teoría wickselliana del interés, no ve que para que se cristalicen los planes futuros la liquidez deviene condición determinante

Consideramos que, en lo que respecta al fenómeno de los tipos de interés, ambos modelos contienen elementos de verdad y que, de hecho, no son mutuamente excluyentes. Junto con Rallo (2019) postulamos que el tipo de interés depende de tres factores: 1) la preferencia temporal; 2) la preferencia por la liquidez; 3) la aversión al riesgo.

Si los precios de los bienes en general expresan una escala valorativa subjetiva, lo mismo debe ser cierto para el tipo de interés. Pero a diferencia de Mises, que solo se fija en un mercado de fondos prestables, Menger considera que la tasa de interés representa el precio al que se intercambian bienes de orden inferior y bienes de orden superior.

Todo intercambio implica un costo de oportunidad. Siendo así, quien desea consumir en el futuro debe sacrificar liquidez presente y arriesgarse a perderla en el futuro. Aunque contemos con garantías, contratos, evidencia empírica y todo género de promesas, nunca es seguro cuál será el resultado. El mañana se basa siempre en la probabilidad. De ahí que para hacer posible y viables los intercambios surja un diferencial: la tasa de interés.

Mientras más arriesgado sea un proyecto, mayor será la tasa de interés. En caso de que el proyecto se frustre, habrá riesgo de iliquidez para las partes. Además, el tipo de interés es una

necesidad para nivelar las pérdidas y ganancias. Si aquel que sacrifica su liquidez presente no puede recuperar lo sacrificado, la inversión resultará progresivamente inviable. Todo serán ganancias para el deudor.

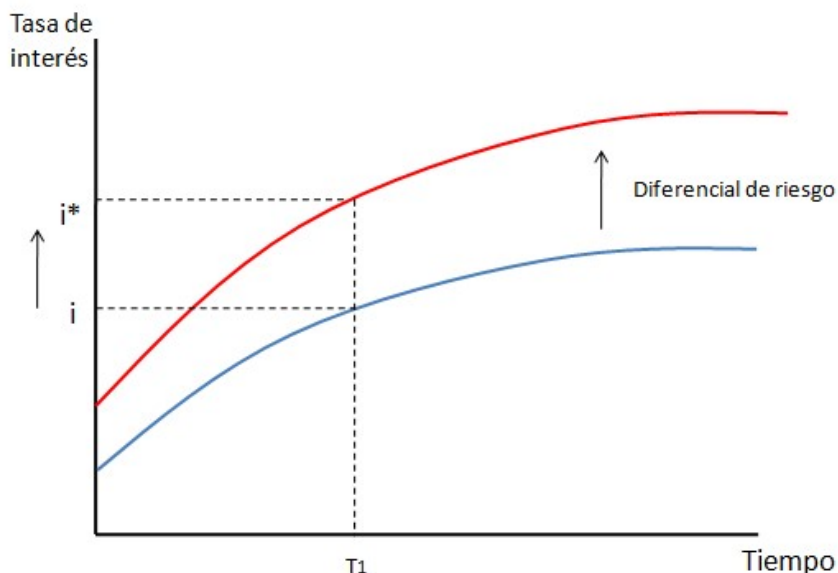
Peor aún, supóngase un escenario en que se generalizan las pérdidas de los acreedores. En una economía real, donde a lo largo de la historia se han tejido complejas redes crediticias, los acreedores son también deudores. Si no existiese un elemento coordinador, la incertidumbre futura sería tal que no habría los incentivos para llevar a cabo proyectos productivos. De hecho, no hay que ir demasiado lejos: hemos mencionado ya que la iliquidez sistémica es característica del ciclo económico.

El crédito, por tanto, necesita de un elemento que dé coherencia a las transacciones intertemporales. De ahí la relevancia del tipo de interés. Y también el peligro de su manipulación. Más adelante se describirá cuál es, a nuestro juicio, el verdadero mecanismo de transmisión. Para hacerlo se requiere de precisar un aspecto adicional referente al riesgo. Por pura inferencia psicológica, resulta evidente que no todos los agentes están dispuestos a incurrir en el mismo riesgo.

En este aspecto la ciencia económica podría beneficiarse de los últimos desarrollos de la psicología evolutiva, que con el Modelo de los Cinco Grandes (*Big Five*, en inglés) ha logrado explicar cómo los rasgos innatos e inamovibles de la personalidad determinan las elecciones individuales. No es pretensión de esta tesis desarrollar tal argumento. Baste apuntar que este concepto no es ajeno a nuestra ciencia. No en vano en finanzas existen los perfiles de riesgo.

Puesto que en el mercado hay un gran número de actores y escalas valorativas, así como proyectos con distintos niveles de riesgo, surgen múltiples tipos de interés. Y es por esta diversidad de perfiles que no puede hablarse de un único tipo de interés natural. Lo correcto es hablar de una serie de intereses de equilibrio, que a su vez vienen determinados en parte por la aversión al riesgo individual. Esta noción cuenta con un nombre propio: la curva de rendimientos:

Figura 20. Curva de rendimientos



Vemos que a medida que transcurre el tiempo incrementa la tasa de interés. Pero también se observa que la curva se desplaza hacia arriba conforme más arriesgados sean los proyectos. Naturalmente, el acreedor pedirá una mayor tasa para compensar la incertidumbre.

El tipo de interés natural, en su formulación más pobre, presupone la existencia de una sola tasa que coordina todas las preferencias temporales. ¿No contradice esto la naturaleza plural y heterogénea del mercado? En la medida en que tal noción constituye un reduccionismo mecanicista, sería mejor ver la tasa de interés como un continuo sobre la curva de rendimientos. Asumir un solo tipo de interés natural presupone asumir que existe un arbitraje que anula los diferenciales asociados a distintas magnitudes de aversión al riesgo.

Tal parece que hemos puesto en duda la teoría austriaca del ciclo económico. En rigor, se ha pretendido negar que el ciclo se deba a un fenómeno de oferta asociado a la pura desviación entre el tipo de interés de mercado con respecto al natural, fenómeno mediado siempre y en todo momento por la emisión de medios fiduciarios. Creemos, no obstante, que a pesar de los errores aquí detectados el enfoque austriaco apunta hacia la dirección correcta. Pero también lo hace la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky. ¿Es posible reconciliar ambos escenarios con la crítica aquí planteada?

Si volvemos al modelo pendular, se verá que en los momentos del auge hay una excesiva elasticidad en el sistema. Dicho de otro modo, las condiciones inmanentes de la economía se caracterizan por una estructura perniciosa de endeudamiento. Se ha propagado el riesgo de la iliquidez. Los esquemas cubiertos, en los cuales los flujos de caja bastaban para amortizar los intereses y el principal, han degenerado en esquemas especulativos y en Ponzi. Es decir, no hay la certidumbre de que, en el futuro próximo, los flujos de caja presentes puedan servir para afrontar las obligaciones. Llega el punto en el que, a escala global, no resulta viable seguir endeudándose. No importa si las tasas de interés se hallan en mínimos históricos. Ante una situación de tal fragilidad habrá la tendencia de suprimir las inversiones.

La pregunta que debemos plantear es por qué las unidades económicas devienen ilíquidas en primer lugar. El enfoque austriaco convencional diría que se debe a una descoordinación intertemporal de las preferencias. Y esto es cierto, pero acaso se deba por un motivo distinto de la simple sobreemisión de medios fiduciarios. En realidad, la rebaja de tipos de interés incentiva lo que se conoce como el *descalce de plazos*. O por decirlo de otra manera, la incompatibilidad entre los proyectos presentes con los planes futuros.

Es usual que el crédito barato se contrate para financiar proyectos a largo plazo. Por ejemplo, si se pretende construir un conjunto habitacional pero se requiere financiación para ello, será más atractivo contratar un crédito de corta duración. En caso de que el deudor opere bajo un esquema cubierto, podrá hacer frente a sus obligaciones con los flujos de caja presente. Desde luego, la actividad económica es una línea continua en el tiempo. El empresario tiene la expectativa de que sus flujos presentes se mantengan en el mañana, inferencia que hace a partir de un análisis basado en su experiencia.

Puede suceder que un evento aleatorio afecte los flujos de caja en el siguiente periodo, con lo cual tendrá que contratar un nuevo préstamo para no caer en impago. Mientras tanto, del otro lado de la ecuación, habrá que entender que, a fin de protegerse de la incertidumbre, los acreedores se verán en la necesidad de recalcular el riesgo de la financiación que proveen. De modo que la estructura de la deuda es siempre fluctuante y presupone constantes arbitrajes.

Por el solo hecho de expandir el crédito los esquemas cubiertos tienen la tendencia a devenir esquemas especulativos. Ya el solo hecho de transitar de un esquema a otro presupone la degradación de la liquidez. Podría argüirse que ésta es la naturaleza misma de las finanzas —



supuesto de Minsky—, pero también es fácil ver cómo las políticas monetarias incentivan a los agentes con necesidad de financiación y a los agentes con capacidad de financiación a infravalorar el riesgo y a embarcarse en proyectos que, en otras condiciones, no serían rentables.

El problema que nos interesa recalcar es el riesgo de iliquidez, no de insolvencia. Minsky lo llama la condición de supervivencia o *survival constraint*: para que un agente sea líquido se requiere que, en un momento dado, los saldos de caja sean iguales o superiores a los compromisos de pago. La solvencia, por lo tanto, no es condición suficiente para asegurar la supervivencia. El verdadero problema es uno de coordinación temporal.

En las siguientes tablas se consideran dos agentes a lo largo de cinco periodos, ambos solventes. Uno de ellos presenta una estructura líquida de capital, el otro incurre en riesgo de iliquidez futura.

Agente 1 líquido					
	T	T+1	T+2	T+3	T+4
Saldos de tesorería	10	10	10	10	10
Compromiso de pagos	5	5	5	5	5

En la tabla superior vemos que, en todo momento, los flujos de caja pueden hacer frente a los compromisos de pago. El agente es líquido en cada uno de los periodos.

Agente 2 con riesgo de iliquidez futura					
	T	T+1	T+2	T+3	T+4
Saldos de tesorería	10	10	10	10	10
Compromiso de pagos	0	25	0	0	0

Por el contrario, en este caso el agente no puede afrontar sus compromisos por medio de los flujos de caja en el periodo t+1, de manera que se verá en la necesidad de refinanciarse, ya sea

mediante un préstamo o vendiendo activos. Nótese que, en rigor, el agente sigue siendo solvente pues sus saldos de tesorería son positivos. El peligro está en que, si no supera los problemas en  $t+1$  es posible que no consiga transitar hacia el periodo  $t+2$ , en el cual sería líquido.

La situación del agente 2 no es, per se, irresoluble ni supone necesariamente un riesgo fatal para el sistema. En la medida en que el sistema financiero existe para coordinar a los agentes con necesidad de financiación con los agentes con capacidad de financiación, los riesgos de iliquidez se pueden solventar encontrando a un acreedor apropiado. En este caso, el agente 1 podrá utilizar parte de sus reservas para financiar a otro agente. Su ganancia estará dada por la tasa de interés.

Añadimos ahora un tercer actor, en este caso necesitado de financiación inmediata. Su balance podría ser el siguiente:

Agente 3 con riesgo de iliquidez presente					
	T	T+1	T+2	T+3	T+4
Saldos de tesorería	10	10	10	10	10
Compromiso de pagos	25	0	0	0	0

El agente 2, que en el periodo T es líquido, podría financiar al agente 3. Si no es suficiente, el agente 1 podrá aportar el capital restante.

No hay duda de que el escenario aquí ilustrado supone una simplificación de lo que, en rigor, es una red compleja de interrelaciones financieras. Sin embargo, es útil para ver que en el mercado existen los mecanismos para alcanzar un equilibrio a pesar de los riesgos individuales (recuérdese que la tasa de interés sirve como guía en este proceso). El problema emerge cuando, en el conjunto de la economía, son más los agentes que se ven en riesgo de iliquidez que aquellos que mantienen una estructura crediticia coherente.

Las consideraciones anteriores cuentan una historia mucho más rica que aquella que plasman los textos austriacos más simplistas. Si lo único que se alterase fuera la preferencia temporal, entonces los agentes con una mayor aversión al riesgo permanecerían estólidos ante la demanda creciente de financiación. En tal escenario, los precavidos no verían demasiado alterada su

preferencia por la liquidez, de modo que continuarían favoreciendo el consumo presente. Esta cautela compensaría los riesgos asumidos por otros agentes, de modo que en términos agregados la demanda de dinero se mantendría más o menos estable.

Sin embargo, lo que aquí pretendemos recalcar es que la holgura crediticia no solamente impacta la preferencia temporal, sino también la preferencia por la liquidez agregada y la aversión al riesgo en su conjunto. Contrario a lo que postulan los austriacos ortodoxos, la demanda de dinero juega un papel crucial en la génesis, el desarrollo y la culminación del ciclo económico.

### **Hilando el relato: entre la inestabilidad financiera de Minsky y el ciclo austriaco**

El análisis de Minsky subsana muchas de las lagunas austriacas, sin embargo no termina de explicar en qué medida la evolución de la estructura del endeudamiento impacta al sistema productivo a lo largo del ciclo. Y esto se debe a la ausencia de una teoría del capital, como sí la tiene la escuela austriaca. No es casual ni coincidencia que los auges estén aparejados con el crecimiento de mercados asociados a bienes de orden superior. Este fenómeno lo hemos estudiado ya en el capítulo 3, por lo que no habremos de reiterar lo ya dicho.

Merece la pena recalcar que ante las condiciones de flexibilidad crediticia se favorece el efecto descuento temporal, por lo que es natural que las expansiones afectan preferencialmente los sectores asociados a las actividades intensivas en capital. Mientras que se amplía la base del triángulo hayekiano y se desplazan trabajadores desde los sectores ligados al consumo hacia las industrias primarias, las entidades financieras profundizan la ya conocida práctica de emitir pasivos a corto plazo para adquirir activos de largo plazo (*borrowing short, lending long*)<sup>78</sup>. Vemos cómo se interrelacionan las dos grandes esferas de la economía.

Los mercados financieros existen para coordinar los planes de los agentes con capacidad de financiación y necesidad de financiación. La tasa de interés es un factor a tomar en cuenta, pero no el único. Influye también el plazo del contrato de deuda y la garantía de la devolución. De

---

<sup>78</sup> Del otro lado del balance contable, unos se endeudan a corto para invertir a largo.

manera que si hemos de entender el ciclo económico, habrá que ampliar la toma y tener en consideración cada uno de los determinantes de las relaciones crediticias.

Cuando no coinciden los términos de dicha relación —por ejemplo, cuando el acreedor recalcula el riesgo y cobra un mayor interés—, son prácticas comunes el arbitraje, la renegociación e incluso la posibilidad de que un tercero compre la deuda. El mercado posee los instrumentos para lidiar con las discrepancias ligadas a la naturaleza incierta de la actividad financiera.

En todo este proceso la estructura de la deuda se erige en protagonista. Puede suceder que ni siquiera el pago de los intereses sea viable debido a que se debe atender a otras obligaciones, no se cuenta con reservas ni capacidad de financiación, la venta de los propios activos no basta, no hay un aval, etcétera. No se cumple la condición de la supervivencia. La relación crediticia se quiebra, perjudicando a ambas partes.

En la medida en que en una economía real los acreedores son deudores de otros, a mayor descoordinación mayor el riesgo global de iliquidez. Un mayor número de arbitrajes entre distintos perfiles de riesgo señala a los agentes la creciente improbabilidad del impago. Es decir, si gran parte de los deudores se ven en la necesidad de renegociar y si aceptamos que la información es un flujo continuo, resulta sencillo ver de qué manera se propaga la incertidumbre a escala agregada.

Conforme se expande el crédito y proliferan los arbitrajes y los esquemas especulativos, se reducen las posibilidades de hallar agentes que asuman riesgos extraordinarios. Los agentes con capacidad de financiación estarán presionados por sus propias deudas, con lo cual serán más adversos al riesgo.

Mientras tanto, el lado real de la economía se ha visto afectado. La sobreinversión genera tensiones inflacionistas, de tal suerte que los bancos tendrán que subir las tasas de interés. Idealmente se quisiera mantener tipos bajos, pero recuérdese que también se requiere mantener el poder adquisitivo de la moneda. Imponer disciplina al sistema se convierte en un imperativo. La pregunta verdadera no es cómo frenar la inflación, sino cuándo hacerlo.

Y sucede que ante la subida súbita de tasas de interés algunos agentes que se han ahogado en deudas no puedan renegociar y declaren la suspensión de pagos. Comenzarán las quiebras y con ellas el desempleo.

Hay otro escenario. Ocurre que conforme se desarrolla el auge aumenta la demanda agregada de bienes de consumo, porque no es solo que los especuladores se enriquezcan. Los trabajadores también ven aumentados sus flujos de caja. En condiciones de crecimiento secular, madurarían los proyectos a largo plazo, se liberarían recursos humanos y así volverían a robustecerse las empresas que producen bienes de orden inferior.

Sin embargo, ante el auge artificial, cuando no es posible liberar suficientes trabajadores de los sectores primarios para abastecer la creciente demanda —se ha alcanzado la tasa natural de desempleo, por ejemplo—, el resto de los empresarios preferirán reemplazar trabajadores por equipo de capital a fin de aumentar la productividad. En otras palabras, entra en acción el efecto Ricardo que habíamos estudiado con Hayek. Esto, desde luego, supone una nueva y mayor demanda de financiación. Empezará una puja por los recursos, lo cual tenderá a elevar los tipos de interés.

La teoría indica que para que las tasas de interés no se eleven demasiado habría que seguir expandiendo la oferta monetaria, pero los banqueros centrales saben que esto podría abonar a las tensiones inflacionistas. Se ha alcanzado un cuello de botella tanto en el sector real como en el financiero. Para mantener un determinado tipo de interés ante una demanda creciente, los aumentos de la oferta de monetaria deberían ser más que proporcionales. Esto es sobre todo cierto en un sistema sumamente elástico, como el de la moneda fiat.

También téngase en cuenta la amenaza de caer en la trampa de la liquidez, el punto en que la incertidumbre es tal que la demanda de dinero se vuelve infinitamente elástica. El enfoque austriaco convencional suele pasar por alto la posibilidad de que el costo de oportunidad de deshacerse de la moneda supere al beneficio que supone desatesorarla. Y, sin embargo, la experiencia histórica ha corroborado que este escenario no es solo una curiosidad teórica de los modelos IS-LM.

En una conferencia del año 2019<sup>79</sup>, Huerta de Soto, miseano hasta la médula, intentaba explicar por qué países como Japón, donde el banco central había decretado tipos de interés no ya de cero sino negativos, atravesaba por un dilatado estancamiento. La terminología que emplea es distinta de la Keynes, pero la explicación es esencialmente la misma y apunta hacia la dirección

---

<sup>79</sup> Una versión textual puede encontrarse en el sitio web del autor: <https://www.jesushuertadesoto.com/la-japonizacion-de-la-union-europea/>

correcta: la liquidez como factor determinante de la demanda de dinero. Comenta el español que el fenómeno japonés se debe, sobre todo, a que en un contexto de rigideces de mercado los empresarios prefieren guardarse el dinero que gastarlo. Es decir, el costo de oportunidad de deshacerse de la moneda supera el beneficio de reinvertirla. Demanda infinitamente elástica de dinero.

El esfuerzo de Huerta de Soto es encomiable, como también lo fue el de Hyman Minsky cuando debió reconocer que su análisis de raigambre poskeynesiana no lograba explicar el mecanismo de la estanflación de los años 70. Tanto uno como otro apreciaban el fenómeno y trazaban círculos retóricos a su alrededor.

Tal vez valga la pena hacer notar que Minsky llega a la conclusión de que, si se rechaza la teoría cuantitativa del dinero —sobre la que, dicho sea de paso, se cimentó el análisis de Milton Friedman que estudiamos en el capítulo 2—, la estanflación debe interpretarse como un fenómeno derivado del cambio de régimen monetario global. En específico, el rompimiento definitivo del dólar con el patrón oro en el contexto de los acuerdos de Bretton-Woods.

El problema, apunta el poskeynesiano, no es tanto la relación del dinero nacional con los bienes en el propio país (teoría de la paridad del poder adquisitivo), sino del dólar-dinero (es decir, el dólar en tanto que divisa de referencia internacional) con otras formas de dinero. Ante la quiebra de la convertibilidad del dólar en oro, resultaba imposible para el gobierno norteamericano mantener la paridad con los principales socios comerciales. Así, ante la amenaza de la depreciación y la incertidumbre del poder adquisitivo, la demanda del dólar necesariamente tendría que caer.

En efecto, la variabilidad de los tipos de cambio se dejó sentir apenas se abandonó el viejo régimen monetario. Sistema que, además, lastraba con su propio historial crediticio. Los Estados Unidos se encontraron en una situación tal que no era posible refinanciar las deudas a corto plazo, y la razón estaba en la insuficiencia de los flujos asociados a viejas inversiones al largo plazo denominadas en oro. El gobierno afrontaba su propia condición de supervivencia. El contexto histórico, en concreto el despilfarro por alargar la Guerra de Vietnam, no contribuía a poner en orden las finanzas del Estado.

Esencialmente, durante la década de los setenta el gobierno norteamericano se había tornado en una entidad Ponzi que pedía préstamos en el mercado internacional para pagar los intereses de la deuda. El shock petrolero solo abonó al estremecimiento de un sistema frágil que para financiar la empresa bélica debía importar cantidades masivas de combustible fósil. Más adelante, y en medio de una productividad estancada, la devaluación inevitable del dólar impactó directamente los precios internos.

Lo más significativo de la narrativa que articula Minsky yace en la relevancia de la liquidez dentro de la lógica del desarrollo económico. Bien vistas las cosas, tanto los Estados como los agentes privados deben procurar la liquidez a fin de evitar el colapso. De ahí que Minsky fuera partidario, al menos durante la década de los ochenta, de establecer tipos de cambio rígidos y ajustar el monto del déficit al volumen de las reservas internacionales. Por último, prescribió que, en caso de haberlo, el superávit comercial se utilizara para aumentar las reservas. Solo entonces era prudente aumentar el gasto del gobierno.

Con todo y la promoción del aparato estatal como eje de la actividad económica, Minsky se mostraba favorable imponer límites a la elasticidad mediante diversos mecanismos disciplinarios. Precisamente porque, mejor que muchos de sus colegas que bebieron de las teorías de Keynes, el norteamericano comprendía los riesgos intrínsecos de permitir la expansión crediticia. Ni que decir tiene que Minsky achacaba el riesgo de la inestabilidad a la naturaleza de un capitalismo dominado por agentes maximizadores de su beneficio personal.

Un segundo aspecto que llama la atención de la anterior hipótesis está en la violación de los preceptos de coherencia crediticia que siguieron al cambio de régimen monetario. Es este un aspecto que resulta de particular importancia para nuestra crítica al enfoque ortodoxo de la escuela austriaca. Vemos que, de acuerdo a Minsky, la iliquidez del gobierno estadounidense puede rastrearse en la insuficiencia de flujos de caja asociados a las viejas inversiones. En otras palabras, una discrepancia entre los planes pasados con respecto a los futuros. Evidentemente, tres décadas antes del desastre no se esperaba el colapso de la convertibilidad con el oro, de modo que el perfil de riesgo tendría que ser necesaria y cualitativamente distinto. El nuevo régimen no podía arbitrar esta discrepancia que, como puede verse, resultó fatal.

La hipótesis que pretendemos defender establece que la erosión de las condiciones de liquidez es lo que, en última instancia, genera las crisis. Y esta erosión comienza en el momento en que

dentro del mercado financiero se hace imposible compaginar los planes presentes con los del futuro.

Volvamos a la situación de quiebre que habíamos descrito antes de recordar la trampa de la liquidez japonesa y la estanflación de los setenta. En nuestro escenario había una pugna por los recursos, alta fragilidad como resultado de la ampliación de esquemas especulativos y fuerte incertidumbre. Habida cuenta de que no es viable degradar a perpetuidad el poder adquisitivo de la moneda, por medio de una permanente reducción de tipos de interés, llegará la hora en que el banco central deberá permitir que suban los tipos y los agentes asuman las consecuencias.

### **¿En qué falla la teoría austriaca?**

El problema radica en la inconsistencia intertemporal. La emisión de medios fiduciarios es, en su esencia, un instrumento que dota de elasticidad al sistema para así captar y canalizar de manera óptima la financiación. Nos parece que Mises y Huerta de Soto sobredimensionan el problema de la elasticidad del crédito frente a sus potenciales beneficios, y es por ello que pugnan por imponer férreos controles a la banca, como la obligatoriedad del coeficiente de caja del 100%.

Por otro lado, el enfoque ortodoxo de la escuela austriaca, al descartar la posibilidad de cambios bruscos en la demanda de dinero, realza la importancia de la disciplina en materia de crédito con la consecuencia de no comprender a carta cabal que la elasticidad permite a los mercados libres reaccionar con prontitud a las fluctuaciones aleatorias. Es nuestra opinión que la demanda de dinero sí impacta, y de manera significativa, la relación monetaria.

La prescripción de un coeficiente de caja del 100% no eliminaría de raíz los ciclos económicos ya que los bancos podrían hallar otras maneras de maximizar su beneficio implementando el descalce de plazos. El concepto de innovación financiera no es ajeno a los actores de la banca. Y, además, aún con un 100% de reservas sigue siendo posible instrumentalizar la descoordinación entre los planes presentes y futuros: basta con emitir un pasivo a corto plazo respaldado para adquirir activos que madurarán en un futuro muy lejano.

La pregunta debería ser cómo afrontar el riesgo sistémico de iliquidez y de qué manera generar las medidas institucionales que desincentiven la toma innecesaria de riesgos que a la postre



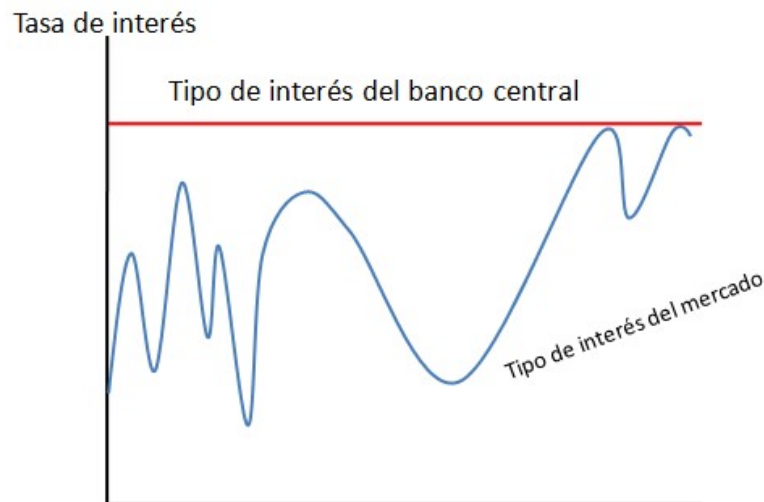
derivan en descoordinaciones intertemporales. A continuación se explorarán dos alternativas, la de la banca central y la banca libre.

## Dos vías ante la crisis

### 1. La solución del prestamista de última instancia

La regla de Bagehot establece que, en tiempos de crisis, los bancos centrales deberían auxiliar a las entidades mediante préstamos libres, amparados en por un buen colateral, a una alta tasa de interés. Esta regla busca integrar los dos fundamentos del sistema de crédito: la elasticidad (prestar a quien lo solicite) y la disciplina (a una tasa de interés elevada). De esta manera se aseguraría que solo las entidades que verdaderamente lo requirieran pedirían los préstamos del banco central. Veámoslo gráficamente:

Figura 21. La regla de Bagehot



Fuente: Elaboración propia

El banco central establece a lo largo del ciclo una tasa de interés superior a la de mercado. Mientras se desarrolla el auge, los bancos y demás unidades financieras prefieren, en el corto

plazo, hacer transacciones que estén por debajo del tipo de referencia. Este tipo de prácticas son del todo habituales y otorgan mayor flexibilidad. Por ejemplo, hasta antes de la crisis de las *subprime* era típico que la tasa de los repos estuviera por debajo de los *Fed Funds*.<sup>80</sup>

Introducimos la crisis y el riesgo de impago. Ahora que el crédito y la liquidez del sistema se han degradado y que la incertidumbre y la desconfianza permean los mercados, los bancos comerciales estarán necesitados de un financiamiento extraordinario y seguro que, en las condiciones presentes, no podrán encontrar en el mercado habitual. Su opción es recurrir a la ventanilla del banco central.

Conviene recordar la jerarquía de la que hemos hablado a lo largo de este capítulo. No es solo que legalmente el banco central sea legalmente el prestamista de última instancia, sino que por el hecho de serlo está llamado a mantener una estructura de liquidez sana y estricta. De no acatar una cierta disciplina no podrá auxiliar a las entidades que lo necesiten. Téngase en cuenta que a mayor jerarquía, mayor es la calidad del financiamiento.

Las crisis bancarias que asolaron a Inglaterra durante el siglo XIX y que también golpeaban a otras partes del mundo occidental dejaron un resabio en la mente de los teóricos y los legisladores. Los debates entre la Escuela Bancaria y la Escuela Monetaria son la manifestación intelectual de la certeza de que había algo fundamentalmente pernicioso en la actividad financiera tal y como se la concebía entonces.

Bagehot plasmó su regla en el libro *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873), que se convertiría en un *best seller* de la época. La quiebra del banco Overend, Gurney, Company, ubicado en el número 60 de la calle Lombard en Londres, desató una crisis sistémica a lo ancho del territorio inglés que llevó tanto a Bagehot como a las autoridades a repensar el papel de los bancos centrales. En aquel entonces regía el patrón oro, por lo que la noción de que

---

<sup>80</sup> Por repos entendemos operaciones de recompra en las que una entidad con necesidad de financiación vende un activo con la promesa de volverlo a comprar en un plazo determinado. Los fondos federales o *Fed Funds* es el nombre que se le da a la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal. Que en condiciones normales los *Fed Funds* sean más altos señala que el banco central intenta promover la disciplina. En cambio, durante la crisis, ocurrió lo inverso: la Fed se dio a la tarea de rebajar sus tipos de interés a mínimos históricos en un intento por promover la actividad financiera. Cabe mencionar que era tal la incertidumbre y tan lamentable el estado de los mercados que la medida fue insuficiente, por lo que la Fed se vio en la necesidad de tomar otra serie de acciones inusitadas que culminaron en la compra por 1.5 trillones de dólares de valores respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities*).

los préstamos otorgados por el Banco de Inglaterra estaban amparados por un buen colateral — el mejor de todos— resultaba más que intuitiva.

La idea de prestar libremente puede resultar engañosa si no se la analiza en el contexto adecuado. Bagehot era consciente de que estableciendo una tasa de interés elevada se imponía un filtro. Solamente los bancos comerciales con una auténtica necesidad pedirían prestado. Y esto, a su vez, relajaba las presiones de la banca central. No había los incentivos para que todos al mismo tiempo acapararan las reservas de oro nacionales. Así, de un modo intuitivo, Bagehot pretendía delinear las bases de un sistema que equilibrara los beneficios de la disciplina y la elasticidad.

Los tiempos han cambiado y no existe más el patrón oro. Pervive la crisis y no parece factible que desaparezcan los prestamistas de última instancia. No es nuestra intención hacer una caricatura de lo que es un cuadro en extremo detallado: el sistema actual no es uno de flexibilidad desaforada, por cuanto se sigue tratando de encontrar regulaciones que alienten a la disciplina, márgenes entre los que el mercado pueda actuar plenamente. Por ejemplo, la consecución de un presupuesto equilibrado, de una deuda pública sana y de altas reservas internacionales, nace también del reconocimiento de que, bajo un régimen fiduciario, la moneda es un pasivo respaldado en la credibilidad del gobierno. Y no está entre los intereses racionales del Poder perder legitimidad (Jouvenel, 1945).

El crecimiento del sector financiero y su constante renovación parece imparable: tal es el correlato del espíritu innovador del ser humano. Cuando Bagehot recomendaba a los bancos centrales a ser flexibles pero firmes durante la crisis, no tenía en mente un sistema tan complejo como el cual, no sospechaba, ni tenía porqué hacerlo, de la existencia de lo que hoy se conoce como la «banca en la sombra». Un sistema donde entidades asociadas a los mercados de capital realizan operaciones que tradicionalmente estaban reservadas para los bancos.

Si en el pasado se consideraba a los bancos como los únicos intermediarios entre las empresas y las familias, en la actualidad la actividad crediticia fluye por vías alternas. Se habla de la transición de un sistema de crédito basado en los bancos hacia un sistema de crédito que se basa en el mercado (Merhling, 2012). Dicho de otro modo, el manejo del crédito y del riesgo sucede a expensas de la banca tradicional y ahora otro tipo de empresas proveen servicios de financiación. Empresas hipotecarias, los *hedge funds*, los fondos mutuos son apenas unos ejemplos.

Lo característico de la banca en la sombra es que, dada su diversidad y su reciente proliferación, las entidades que la conforman y las operaciones que realizan no se hallan sujetas a las mismas regulaciones que los bancos tradicionales. La crisis de las *subprime* puso de relieve que, dada la magnitud de sus actividades, los desequilibrios en el sector asociado a la banca alterna pueden conllevar a riesgos sistémicos y globales. Como consecuencia, se plantea que el papel de la banca central también tiene que reformularse. De hecho, la compra de las hipotecas por parte de la Reserva Federal y el hecho de que estas pasaran a formar parte de su hoja de balance puede entenderse como un parteaguas en la historia de la banca. Hasta entonces, el prestamista de última instancia se limitaba a ofrecer flexibilidad y a extender las líneas de crédito. Nunca antes había intervenido del modo en que lo hizo en la crisis de la *subprime*.

A la luz del nuevo modelo de las finanzas, que como hemos visto ha resultado de un proceso espontáneo, hay quienes, considerando la incompetencia de los reguladores, han llamado a dismantelar el paradigma de la banca central. Lo que había nacido con un propósito noble — evitar las crisis y suavizarlas en caso de que aparecieran— se ha tornado en el arte de manejar la decadencia. Del otro lado, habida cuenta los vaivenes tremendos en los mercados poco o mal regulados, los proponentes de la banca central defienden hoy más que nunca su pertinencia.

Merhling (2012) ofrece tres argumentos principales sobre por qué la banca central es necesaria y deseable.

1. El banco central es efectivamente un banco del gobierno. Por lo general, durante las crisis de liquidez hay una mayor demanda de préstamos bancarios, y si esta demanda es lo suficientemente grande los bancos comerciales se verán presionados a desatesorar sus reservas, que por lo general están intrínsecamente ligadas con activos del gobierno. Una crisis del sector privado puede degenerar en una crisis de liquidez en el mercado de los activos del gobierno.
2. Riesgos de propagación. Una vez que se incurre en iliquidez sistémica los efectos se dejan sentir a escala global. Se profundizan los desequilibrios en el conjunto de la economía. Las tasas de interés aumentan, forzando la liquidación de empresas que quizá no habían tenido un rol activo en la crisis (los esquemas cubiertos devienen especulativos arbitrariamente). En otras palabras, se socializan las pérdidas.

3. Política de estabilización. Puesto que la liquidación de las inversiones no se manifiesta solo en la esfera monetaria, es de esperar que se deprima el consumo agregado. Los deudores requieren liquidez, pero como no pueden acceder a ella por vía del crédito deberán incrementar sus saldos de tesorería por medio del ahorro forzoso con tal de afrontar sus compromisos de pago. Como consecuencia, el ingreso de los inversionistas se verá afectado. El proceso puede derivar en una crisis deflacionaria, como sucedió durante la Gran Depresión. Los mecanismos de ajuste del mercado pueden ser tan drásticos que será mejor amainarlos mediante el ejercicio de la política monetaria.

Así como hay beneficios, también existen razones para marcar un límite a la acción de los bancos centrales. Merhling se apoya de la tesis de Minsky, diciendo que las intervenciones no resuelven nunca el problema de fondo, sino que tan solo pueden mitigarlo. Como bien señala la hipótesis de la inestabilidad financiera, todo crédito genera un patrón futuro de compromisos de pago. Al mismo tiempo, hay un patrón de flujos de caja. Si no hay coordinación entre ambos patrones se desata la crisis. Para que se cumpla la condición de supervivencia no debe haber descalce de plazos. Los austriacos dirían que debe cumplirse la regla de oro de la banca.

Ahora bien, en condiciones de auge el exceso de liquidez se emplea inequívocamente para expandir el financiamiento. Esta es la actitud racional que maximiza el beneficio. En tiempos de holgura el costo de atesorar reservas es alto, por lo que conviene prestar el excedente, y más cuando los agentes saben que con los flujos actuales podrán afrontar sus obligaciones futuras. En la crisis este escenario idílico se revierte.

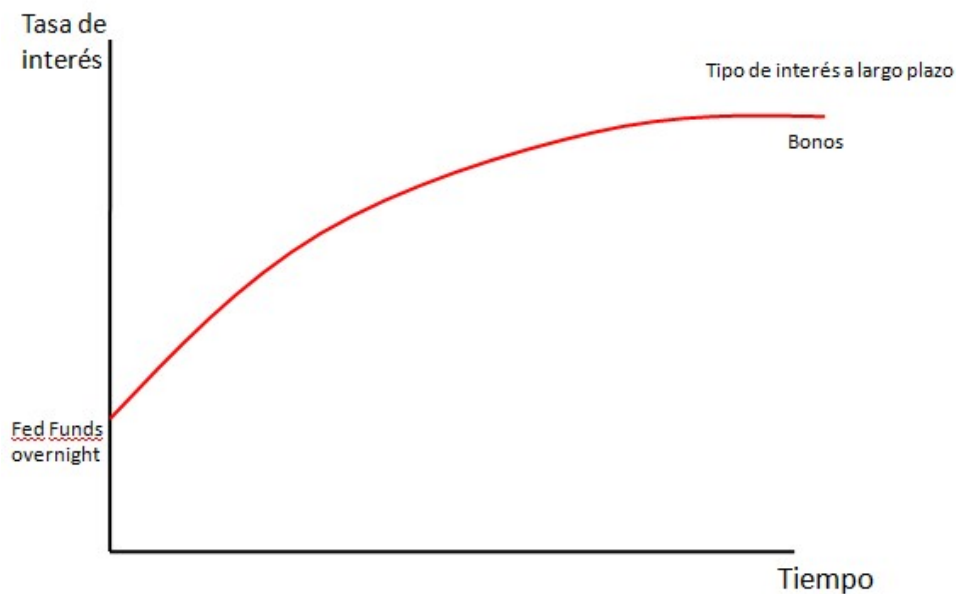
El banco central puede intervenir para proveer liquidez, con el inconveniente de que no se estará resolviendo un problema que requiere de una profunda reestructuración. Con facilidades de crédito no hay incentivos para liquidar las malas inversiones. Estas mismas entidades, ahora con más recursos, incurrirán en nuevos errores. También es posible que los desequilibrios se manifiesten no en quiebras bancarias, sino en inflación o crisis cambiarias. La postergación de la sana catarsis del sistema ahonda los males subyacentes.

En opinión de Merhling los bancos centrales se han visto superados. Una de las razones está en que su mandato principal, y acaso único en algunos países, sea el de manejar la inflación. Ya que el interés de los banqueros centrales estaba en la estabilización del IPC, se olvidaron de atender la evolución en el precio de los activos reales (en nuestro caso concreto, las hipotecas).

No consideraban que su actuación en dichos mercados fuera necesaria o deseable, y solo estaban dispuestos a ofrecer elasticidad crediticia en caso de que el sistema amenazara con derrumbarse. No se planteaban adquirir las hipotecas. Se vieron obligados a hacerlo.

Según la intensidad de la crisis, los bancos centrales, y en especial la Reserva Federal<sup>81</sup>, cuentan con tres vías de acción. Antes de explicarlos, volvamos a ver una figura que recuerda a la curva de rendimientos. Aquí, el tipo de interés inicial lo fija el banco central. Del resto se encarga el arbitraje privado.

Figura 22. Evolución de los tipos de interés



Fuente: Elaboración propia

Así las cosas, el banco central tiene tres opciones:

1. Intervenir en los tipos de interés a corto plazo. En el caso de la Reserva Federal, se actúa sobre la tasa de los fondos federales a un día (*Fed Funds Overnight*). Se pretende que, una vez marcada la pauta, los mercados se encarguen de coordinarse. La táctica resulta efectiva durante las crisis de baja intensidad en la medida en que reanuda la confianza de los actores de la economía.

---

<sup>81</sup> Hacemos hincapié en la Fed debido a que se encuentra en el tope de la jerarquía global y no solo norteamericana.

2. Intervenir en tipos de interés a mediano plazo. Aquí la Fed realiza préstamos directos que toman más tiempo en madurar. En nuestra representación gráfica, el banco central se movería a lo largo de la curva ante la renuencia del sector privado a arbitrar tipos de interés. En tiempos de crisis, la incertidumbre puede ser tal que el banco central se vea en la tarea de crear mercados y no esperar a que estos se hagan.
3. Intervenir en el precio de los activos. Esto equivale a que el banco central asuma una posición de largo plazo. Se trata de un mecanismo extraordinario que normalmente está reservado para la economía de guerra. Recientemente, la Fed recurrió a esta medida por medio de la compra de las hipotecas.

Mientras tanto, y como ya hemos apuntado al analizar la trampa de la liquidez, el entorno monetario de la Gran Recesión parecía quebrar las premisas cuantitativistas. Si fuera cierto que la oferta monetaria incide proporcionalmente en los precios, ¿por qué la persistencia de tasas de interés nulas no se tradujo en una hiperinflación y por qué estos tipos de interés cero e incluso negativos no alentaron a los bancos a incurrir en una nueva espiral expansionista?

La razón principal está en las asimetrías propias de los instrumentos clásicos de política monetaria. No es casual que los bancos centrales encuentren más sencillo contraer el crédito que expandirlo cuando parece que se ha tocado fondo. Una elevación de las tasas de interés hace poco o nada atractivos los negocios futuros, mientras que las tasas bajas son atractivas solo hasta el punto en que el futuro no sea tan incierto.

Para que la política monetaria expansiva surta efecto debe haber una estructura de liquidez lo suficientemente sana. Solo así las entidades estarán dispuestas a incurrir en nuevos riesgos. Este no fue el caso para los actores de la banca tradicional y la banca en la sombra durante la crisis de 2008-2009. El que muchos de ellos estuvieran quebrados hacía inviable la perspectiva de crear mercados. Antes de embarcarse en nuevas inversiones debían reestructurarse, o para expresarlo sin eufemismos: liquidar sus malos proyectos, ser expulsados del mercado y ser reemplazados.

Si bien es cierto que, en el contexto del *ancien regime bancaire*, el colapso de las instituciones ligadas al crédito representaba una preocupación importante, la magnitud era cualitativamente distinta a la que se puede apreciar en la actualidad. Tan solo en Estados Unidos, hasta antes de 1913, año en que se instituyó la Fed, regía un sistema descentralizado de bancos nacionales en

el que las reservas de la federación se encontraban dispersas entre las bóvedas de 7500 entidades individuales.<sup>82</sup> No era un sistema a prueba de ciclos, pánicos y derrumbes. En sus momentos de mayor desafuero, resultaba hasta normal pensar que la vida de los bancos fuera efímera. Quizá por esto la quiebra de una sola entidad no representaba la amenaza que supone la caída de un gigante financiero actual. La diversidad proveía un colchón al sistema.

La Fed fue el último de los bancos centrales de las potencias de Occidente en nacer. Hacia 1912, año de las elecciones presidenciales en que resultaría electo Hoobert, los tres candidatos coincidían en que era imperativo realizar una reforma bancaria. Los expertos de la época identificaron los siguientes tres síntomas como los principales causantes de las crisis recurrentes del sistema que entonces imperaba:<sup>83</sup>

1. Las reservas descentralizadas.
2. Un coeficiente de caja restrictivo.
3. Emisión inelástica de papel moneda.

En pocas palabras, las regulaciones del sistema descentralizado favorecían mecanismos de disciplina que impedían un pronto ajuste durante los ciclos. Al no contar con un prestamista formal de última instancia, se complicaba e incluso se hacía imposible la logística de extender líneas de crédito justo en los momentos de mayor necesidad. El mercado, desde esta óptica, no genera los incentivos para realizar los ajustes deseados. El resultado lógico de la falta de regulaciones es la propagación del pánico. Se esperaba que, tras un siglo de turbulencias, la Fed brindara la elasticidad necesaria en los momentos crisis, prestando libremente a una tasa alta y con un buen colateral.<sup>84</sup>

La actualidad se presenta como una reelaboración intrincada de las épocas pasadas. Hoy día da la impresión de que la economía en su totalidad, tanto al interior de los países como en el resto del mundo, se ve arrastrada y demolida por el vendaval de las crisis financieras. No se trata ya

---

<sup>82</sup> Ver (Young, 1999, pág. 298).

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> El resultado fue más que halagüeño, y casi providencial para los Estados Unidos. En paralelo con el nacimiento de la Fed se destraba la Primera Guerra Mundial. Las potencias europeas se vieron obligadas a abandonar el patrón oro y a financiar los gastos bélicos mediante la vieja estrategia del inflacionismo. Estados Unidos permaneció en el viejo régimen, pero ahora con un banco central que, además, proveía financiamiento a los países en guerra. Como resultado, Estados Unidos emergió de la batalla como un acreedor, mientras que el resto de las naciones, endeudadas y deseosas de regresar al oro, debían reestructurar sus monedas.



de simples reestructuraciones e impagos locales, como de severas amenazas a los mercados globales. Resulta, por tanto, entendible la pretensión de no dejar los ajustes al mercado y diseñar mecanismos institucionales que 1) permitan la reestructuración ordenada tanto del sector productivo como del sector financiero; 2) alienten la confianza global.

Tal diagnóstico parte del reconocimiento de que el crédito barato, aunque atractivo, no es incentivo suficiente para incurrir en riesgos especulativos. En tiempos de depresión e incertidumbre, cuando las estructuras no han sanado lo suficiente para iniciar nuevos proyectos de inversión, la política monetaria se vuelve lo que creía Keynes: la empresa fútil de empujar una cuerda de sus dos extremos.

En definitiva, no es solo que, conforme se profundiza la crisis, el banco central no deba depender de la política de laxitud crediticia, es que no puede limitarse a ella. Vale reiterar lo ya dicho: la adquisición de las hipotecas fue una medida desesperada que no se tenía prevista. Siendo así, cabría preguntarse, desde una perspectiva institucional, cuáles son las verdaderas competencias de la banca central en la época contemporánea. No parece que su mandato único deba limitarse a preservar la estabilidad del nivel de precios (lo que, a su vez, evitaría la volatilidad de la divisa) o a defender la credibilidad de la moneda.

La perspectiva monetaria, como la llama Merhling, y la visión minskiana tienden a ser fatalistas: en la medida en que la crisis supone una inevitabilidad del capitalismo, deviene imperativa la constitución de un banco central de ojo avizor. No se trata de encontrar los mecanismos que curen al mercado de sus males, sino de hacer menos miserable el recorrido del infierno.

## **2. Oro y banca libre reconsiderados**

La pregunta que hacen los austriacos analiza la problemática desde una óptica distinta: ¿es posible corregir este sistema basado en el banco central, puede darse cumplimiento a los ideales de Bagehot? ¿Bastan las buenas intenciones, la voluntad y las sofisticaciones legales para dar con el régimen ideal? Claramente, los austriacos se limitarían a sacudir las cabezas en señal de escepticismo. Sin embargo, sí que confían en la posibilidad de diseñar un esquema que elimine o que por lo menos mitigue orgánicamente los ciclos económicos.

En los capítulos 2 y 3 estudiamos las dos principales propuestas de la tradición austriaca: la banca libre (ya sea con moneda fiat o con patrón oro y reserva fraccionaria) y la banca libre con

patrón oro y coeficiente de caja del 100% (propuesta que podríamos llamar canónica, por ser la más popular). La primera variante combina elementos de disciplina y flexibilidad, mientras que la segunda favorece la disciplina.

La filosofía política reconoce dos maneras de pensar en la libertad: la positiva y la negativa<sup>85</sup>. Libertad positiva se refiere a aquello que al individuo —o mejor dicho, ciudadano— le es permitido hacer dentro de un marco legal. La libertad positiva no emerge del hombre en cuanto tal, sino de aquella legislación que posibilita la vida social. Libertad negativa es la noción de que, en virtud de su unicidad, el ser humano no puede ser despojado de ella. No es libre porque el Estado lo establezca, sino que es libre porque tal es su condición en tanto que humano. La libertad antecede la legislación. Los liberales clásicos prefieren la versión negativa.

Rallo propone que las propuestas que pugnan por un regreso al patrón oro pueden analizarse por medio de una dicotomía similar. La teoría negativa defiende el oro por las restricciones que impone. La teoría positiva defiende al oro por los beneficios que otorga y lo que permite hacer —beneficios que la moneda fiat, sobre todo cuando está sometida a la banca central, no otorga—. Si bien se trata de visiones complementarias, no todos los autores lo ven de este modo. Las conclusiones de política económica que extraen pueden y con frecuencia llegan a ser opuestas. Así, Mises, Rorthbard y Huerta de Soto valoran el patrón oro porque impone límites naturales a las pretensiones expansionistas tanto de los gobiernos como de los actores privados de la banca. Fekete, Rallo y los neomengerianos de la nueva escuela austriaca de economía se interesan por los beneficios estabilizadores del oro.

La mentalidad negativa es típica de los cuantitativistas que en las manipulaciones de la oferta de dinero (y los medios fiduciarios, en el caso de los miseanos) ven la mayor fuente de desequilibrios. Una segunda manera de articular su argumento parte de consideraciones políticas: si hoy por hoy el Estado es inevitable, lo mejor será ajustar las riendas de los políticos. Pero también las de los banqueros privados, pues como diría Huerta de Soto, la expansión del crédito es el opio de las finanzas. Al estar todo proceso económico abocado al lucro, no resulta difícil ver de qué manera el abuso de crédito maximizaría los beneficios en el corto plazo. Por eso la banca privada prefiere la reserva fraccionaria, el dinero fiat y se congratule de la existencia

---

<sup>85</sup> Véase Berlin, Isaiah. *Dos conceptos de libertad*. (1958).

de un prestamista de última instancia: para ellos, mientras menos disciplina y más elasticidad, mayores márgenes de beneficio.

La conclusión lógica del análisis negativo es la imposición de medidas altamente disciplinarias. El patrón oro, el coeficiente de caja del 100% y la eliminación de los bancos centrales devienen necesarios si el objetivo es eliminar o cuando menos mitigar las tendencias cíclicas. Tales medidas impedirían por decreto las expansiones crediticias. Si un banco incurriera en ellas, sería penalizado por violar sus obligaciones contractuales. Todo crecimiento artificial de los medios fiduciarios constituiría no solo un disparate económico, sino también un crimen.

Un análisis positivo no conduce necesariamente a la apología dogmática del oro. De este se consideran sus beneficios pero también sus limitaciones. De ahí que para Selgin y White la libertad bancaria sea la condición necesaria para la estabilidad. La emisión respaldada en oro es una de tantas opciones que tienen los bancos.

¿Por qué los bancos que compiten libremente adoptarían semejante patrón si, como hemos visto, la cautela no maximiza el beneficio a corto plazo? En primer lugar, porque habría demanda para ello. Habrá personas que prefieran realizar transacciones que tengan como respaldo el oro. Puesto que la aversión al riesgo es un componente variable, el libre mercado ofrecería dicho régimen entre tantos otros. Pasado algún tiempo, es posible que la estabilidad del oro haga más atractivo su empleo como base monetaria.

Es importante recordar que, en todo caso, esta no es la opción preferida por la escuela de Selgin y White. Para ellos, la mejor fuente de disciplina no se halla en el metal, sino en el proceso de mercado. La moneda fiduciaria permitiría a los bancos optimizar sus requerimientos de elasticidad, mientras que el entorno de competencia y libre emisión impondría cotos naturales a las expansiones.

La nueva escuela austriaca de economía defiende la banca libre, sin embargo para los representantes de este enfoque el régimen ideal incorpora el patrón oro. Fekete (2012) explica que la razón fundamental por la que se demanda el oro está en las características únicas de su utilidad marginal, que a comparación de la de otros bienes es prácticamente ilimitada. Dicho de otro modo, el oro no viola el principio de la utilidad marginal decreciente pero, dada su naturaleza, la extiende. Así, resulta difícil que tanto los empresarios como los consumidores,

tras atesorar el metal, alcancen el punto de saciedad. Podría pensarse que la función de demanda de oro es infinitamente elástica, mientras que su oferta es prácticamente inelástica.

Esta particular relación monetaria hace necesario un arreglo institucional distinto al que propone el enfoque miseano. Junto con el patrón oro se recomienda la implementación de la doctrina de las letras reales (RBD, por sus siglas en inglés), ya propuesta por Adam Smith, y cuya función sería otorgar la necesaria elasticidad al nuevo régimen monetario a fin de prevenir las rigideces y los efectos deflacionarios que tendría la propuesta de Mises y Huerta de Soto.

Enseguida se muestran tres beneficios que la teoría positiva adscribe al oro cuando se erige en patrón monetario y, en el punto cuarto, se completa el análisis ofreciendo una explicación sucinta de la RBD según la entiende el enfoque de la nueva escuela austriaca de economía.

#### 1. Estabilidad de precios.

Al contrario de lo que creía Mises, la oferta y la demanda de dinero no son independientes. También hemos visto cómo cambios en la demanda motivan fluctuaciones significativas en la oferta. Del mismo modo, según el estado de la preferencia por la liquidez existe la probabilidad más que teórica de que la demanda absorba los movimientos abruptos de la oferta (trampa de la liquidez), con lo cual la política monetaria expansiva no tendría los efectos que predice la teoría cuantitativa, ya sea en su versión convencional o en su replanteamiento miseano. Es decir, la hiperinflación no tiene porqué ser el resultado inequívoco de toda política expansionista. Argumentar lo contrario es caer en el mismo mecanicismo del que Mises acusaba a los monetaristas.

Según la visión positiva, el patrón oro no solo impide que los gobiernos y la banca privada opten por políticas inflacionarias, sino que, desde un punto de vista teórico y práctico, ofrece un mecanismo natural de ajuste a las variaciones de precios, con lo cual se mitigan tanto las inflaciones como las deflaciones. Los beneficios del patrón oro no serían unidireccionales.

En caso de que crezca la demanda de oro, el mercado reaccionará aumentando el volumen de su producción. Habrá a corto y mediano plazo cambios en la estructura de la producción. Esto llevará a una mayor oferta de dinero, con lo que los precios tenderían a estabilizarse. Si sucede lo contrario y la oferta de oro fuera superior a su demanda monetaria, habría un aumento de su demanda no monetaria (será más atractivo utilizarlo para fines industriales). De esta manera, al

caer gradualmente la oferta monetaria, el precio y sobre todo el poder adquisitivo del oro volverían a estabilizarse.

La moneda fiat no cuenta con estos beneficios de estabilización automática, por lo que se hace necesario que entre en escena la ciencia inexacta de la banca central. Sobre los problemas a los que se enfrenta el planificador, hemos expuesto en el capítulo 2 y a lo largo de esta tesis el teorema de la creciente imposibilidad del cálculo económico a medida que se centralizan las decisiones, de manera que no es necesario reiterar lo ya dicho.

2. El patrón oro deja de ser solo un corsé para la expansión monetaria y se vuelve una herramienta que permite regular la liquidez.

Si los bancos detectan una disminución peligrosa en sus reservas de oro se verán en la necesidad de subir las tasas de interés. Por el contrario, un exceso de reservas los llevará a disminuir los tipos de interés. Bajo este esquema, el patrón oro impone disciplina al tiempo que ofrece elasticidad.

Nótese que, en pos de lograr los objetivos de liquidez, la reserva fraccionaria es un elemento deseable. Un régimen de absoluta disciplina no solo convertiría en la práctica a los bancos comerciales en agencias de guardia y custodia. Semejante arreglo institucional provocaría una fuerte contracción de crédito y además impondría costos crecientes a los consumidores. Para que el negocio sea rentable, las entidades tendrían que cobrar una comisión anual por mantener los depósitos intactos. Por el contrario, en un régimen de banca libre podrían coexistir entidades que ofrezcan servicios de guardia y custodia, con 100% de coeficiente de caja, y otras que hagan rendir los depósitos por medio de la actividad crediticia.

Es bajo esta última circunstancia que los bancos tendrían incentivos a movilizar parte de sus reservas (elasticidad) y sería el patrón oro el que impondría un límite natural al monto de las operaciones (disciplina). Este enfoque alega que los mecanismos de ajuste que proporciona el oro son más congruentes con la naturaleza de la actividad bancaria que aquellos que, por vía del arte legislativo, ofrece un sistema fiat.

En el caso de la moneda fiduciaria, sí que es posible diseñar leyes sobre cuál ha de ser el monto de las reservas<sup>86</sup>, con el inconveniente ya mencionado de que los criterios del planificador pueden no ser los más congruentes con la situación presente de los mercados<sup>87</sup>. El oro permitiría que la banca se regule de acuerdo a la información que le proveen sus balances, y en ausencia de un banco central se reducirían los incentivos a incurrir en prácticas en exceso arriesgadas, lo cual de ninguna manera implica excluir la posibilidad de que se sigan produciendo crisis asociadas a la naturaleza imperfecta de las decisiones humanas. Se argumenta que, en todo caso, los errores serían menores y los periodos de ajuste más breves.

Por lo demás, la falibilidad de las regulaciones se ha puesto de manifiesto en cada una de las recientes crisis financieras. El crecimiento en el precio de los activos en el contexto de un IPC estable, combinado con una tendencia alcista del PIB, no supuso una señal de alerta para los bancos centrales del primer mundo. Al contrario, siguieron relajando el crédito y los gobiernos promulgaron leyes que beneficiaban a la industria inmobiliaria. Fue esta tendencia inflacionaria en el precio de ciertos activos, en un entorno de estabilidad y auge macroeconómico, lo que posteriormente desencadenó la crisis de las subprime y desembocó en la Gran Recesión.

### 3. Tipos de cambio estables y homogenización del comercio internacional.

Con el patrón oro se establece una clara jerarquía internacional de dinero y, a la vez, se unifica el sistema monetario global. En última instancia los países no estarían comerciando tanto con sus divisas nacionales, sino con el oro que las respalda.

Robert Mundell (2000) observaba que con el cambio de régimen monetario internacional, caracterizado por tipos de cambios flotantes y moneda fiduciaria, la humanidad debió padecer la peor inflación en su historia.<sup>88</sup> En efecto, ni siquiera en las inflaciones asociadas a los periodos de guerra los precios llegaron a los niveles alcanzados tras el rompimiento definitivo con el oro. Por su parte, y como ya habíamos hecho notar, Minsky explicó la estanflación de los años 70

---

<sup>86</sup> Existen y se revisan constantemente. El caso más reciente y de mayor significancia es Basilea III, acuerdo que ha impelido a los bancos a aumentar sus reservas de capital.

<sup>87</sup> La pregunta que postulan los escépticos de la banca central y el sistema fiat es si acaso el 4,5% de reservas totales, en contraste con el anterior de 2%, bastará para evitar desplomes similares a los de 2008.

<sup>88</sup> Mundell veía con beneplácito la confluencia del mundo hacia zonas monetarias bien definidas, con el dólar, el euro y el yen a la cabeza, y esperaba que, en un futuro cercano, se creara una divisa internacional. En cierto modo sería un nuevo oro, pues cumpliría con el cometido de unificar las operaciones entre países.

como resultado de un cambio cualitativo en el precio relativo del dinero a escala internacional.<sup>89</sup> De ahí que, tanto Mundell como Minsky favorecieran los tipos de cambio fijos. No así el retorno al patrón oro. Minsky se decantaba por el dólar como moneda de referencia, mientras que Mundell albergaba la esperanza de que se consolidaran zonas comerciales para que, al final del camino, se creara una moneda global.

Contra lo que opinan la escuela monetarista y algunas otras escuelas liberales<sup>90</sup>, la gran mayoría de los austriacos promueve los tipos de cambio fijos, si bien en el contexto de un anclaje al patrón oro. Los tipos de cambio flexibles no suponen la plena libertad monetaria, sino su secuestro por parte del gobierno. Si la moneda fiat es por definición un pasivo del Estado, los instrumentos de política cambiaria han de entenderse como análogos al inflacionismo.

El Estado podrá devaluar y apreciar a discreción la moneda con cargo a la estabilidad del poder adquisitivo al interior del país. Por otro lado, en la medida en que no hay escape de la jerarquía monetaria, todo régimen económico, esté basado en el oro o la moneda fiduciaria, alienta al establecimiento de una divisa internacional de reserva. Ha sucedido a lo largo de la historia moderna que países enteros se erigen en acreedores regionales o globales. Un hecho que repercute en la preeminencia en los asuntos internacionales y que tiene profundas implicancias en la conformación del aparato monetario interno.

Los países periféricos se ven obligados a dar financiamientos a los bancos centrales de los grandes centros económicos. Sucedió con el Banco de Inglaterra durante la primera porción de la moderna historia económica y sucede con la Reserva Federal en la actualidad. El caso de los eurodólares en el presente es acaso el más significativo: para comerciar, los países deben hacerlo

---

<sup>89</sup> Contrástese con la teoría de la paridad del poder adquisitivo, que explica el tipo de cambio como el precio relativo de los bienes. Esta teoría puede ser adecuada para explicar los tipos de cambio a largo plazo, pero no es adecuada para describir lo que ocurre en el presente. Se asume que  $EP = p^*$ , donde E es el tipo de cambio, P es el nivel de precios de los bienes nacionales y  $p^*$  los precios en el exterior. La variable E varía necesariamente en relación al comportamiento de los precios. Sin embargo, bajo un régimen de libre flotación es el tipo de cambio spot el que presenta mayor volatilidad en el corto plazo, mientras que los ajustes en el nivel de precios toman más tiempo. Por lo tanto, no se sostiene que la relación  $p^*/P$  explique  $\Delta E$ .

<sup>90</sup> Muchas de ellas pugnan por tipo de cambio flexibles amparadas no en cuestiones económicas, sino de filosofía política mal entendida. Consideran que así como los precios de los bienes de consumo deben variar según el comportamiento de la oferta y la demanda, el tipo de cambio debe someterse a la misma lógica. Friedman procuró aportar argumentos económicos para justificar su apoyo a los tipos de cambio flexibles. El resto de los liberales no parece que hayan meditado su oposición a la estabilidad en los tipos de cambio.

en una moneda que de facto se ha erigido en unidad de cuenta internacional. Al hacerlo, financian al banco central de los Estados Unidos.

Más allá de las consideraciones políticas y morales<sup>91</sup>, ha de considerarse cuestiones de optimalidad. Argumentan los austriacos que la flexibilidad de los tipos de cambio da origen a efectos redistributivos de pérdidas y ganancias arbitrarios que no necesariamente son coherentes con la división internacional del trabajo. La caída en la demanda de los productos que ofrece una nación deja de ser un efecto de su productividad y calidad internas para ser una función de una política cambiaria manipulable. Con el patrón oro, las variaciones en la demanda internacional estarían ligadas al producto real y no a los arbitrios de la banca central y del poder político.

#### 4. La doctrina de las letras reales

No es verdad, como piensan los autores adscritos a la teoría cuantitativa, que la oferta y la demanda de dinero sean magnitudes aisladas y que, de estas, la más importante en el ciclo económico es la oferta. De esta concepción se sigue que la mejor política monetaria será aquella que restrinja en la medida de lo razonable la emisión de la oferta monetaria. Para los monetaristas el indicador a seguir sería el producto. En caso de crisis, el banco central podrá relajar las condiciones crediticias y aumentar la oferta monetaria. Tal es la esencia de lo que se conoce como el *plucking model* friedmaniano.

Bien analizada, la propuesta miseana no es distinta en espíritu. La diferencia radica en el principal mecanismo de ajuste de la oferta. Para la teoría austriaca ortodoxa serán el patrón oro y el coeficiente de caja del 100%, y no la supervisión del banco central, lo que dicten el ritmo de crecimiento de la oferta.

El enfoque de la liquidez nos deja ver que, en rigor de verdad, la demanda y la oferta de dinero son fenómenos interdependientes. En la medida en que una mayor demanda, ya sea por motivo especulación o precaución, representa un mayor deseo de atesoramiento, se sigue que la oferta monetaria tenderá a contraerse. Es sencillo comprenderlo: en periodos de alta incertidumbre los

---

<sup>91</sup> Implícitas en nuestro argumento, pero no del todo relevantes para una tesis centrada en el análisis económico puro. Baste decir que existe un claro conflicto de intereses en el momento en que una nación debe, por fuerza, financiar a otro Estado soberano.



individuos y las empresas prefieren aumentar sus saldos de tesorería, y para hacerlo retiran dinero de la circulación.

Según el modelo del mercado de fondos prestables, este aumento en el atesoramiento agregado presionaría a la baja el tipo de interés natural. En consecuencia, se liberarían recursos para que, en un periodo posterior, aumente el flujo de las inversiones. Sin embargo, durante periodos inciertos y de extrema fragilidad financiera, no existen incentivos para que el ahorro refluya hacia la inversión. El mayor atesoramiento provocará una caída en el consumo privado y esta contracción de la demanda empujará a la economía en crisis hacia una espiral deflacionaria.<sup>92</sup> Típicamente el banco central relajará las condiciones de créditos, pero según la profundidad de los desequilibrios puede ser que no haya laxitud monetaria suficiente para forzar la recuperación. Por lo tanto, no todas las medidas de oferta son necesariamente inflacionistas en el sentido que creen los defensores de la teoría cuantitativa. Al contrario, la demanda de dinero puede absorber los efectos.

Se argumenta que un sistema metalizado y con coeficiente de caja del 100% suprimiría las crisis porque impediría las expansiones de crédito. Hemos visto que lo anterior es falso, debido a que aún con estas restricciones los bancos podrían seguir descalzando plazos, con lo cual permanecería viva la amenaza de la iliquidez. Pero además, precisamente porque desdeña los efectos de la demanda, el régimen que propone la teoría ortodoxa pasa por encima el peligro constante de deflación.

A decir de la crítica neomengeriana, para que el patrón oro sea viable se requiere de la implementación de la doctrina de las letras reales (RBD). El propósito de la misma es otorgar en el corto plazo la elasticidad de la que carece el oro. Descrita primero por Adam Smith y más tarde enunciada por Antal Fekete, la RBD postula que han de monetizarse aquellos derechos de cobro colateralizados por bienes de consumo de alta demanda.<sup>93</sup> Dicho de otro modo, ciertas letras de cambio que estén respaldadas por la producción de bienes de primer orden podrán circular por tiempo limitado como dinero.

---

<sup>92</sup> Como puede verse, esto explica, si bien de una manera simplificada, el porqué de las depresiones deflacionistas aun cuando los bancos centrales se esfuerzan por expandir el crédito.

<sup>93</sup> La idea de monetizar deuda no debería resultar sorprendente. Después de todo, la moneda fiat es un pasivo del Estado. El inconveniente (o el beneficio, según la perspectiva) radica en que estos pasivos del gobierno no pueden liquidarse contra ningún activo real, como sí lo harían en última instancia las letras.

Supóngase que hay un pico en la demanda de dinero. Un sistema sometido al patrón oro y al coeficiente de caja del 100% no es lo suficientemente elástico para reaccionar, por lo que el efecto inmediato sería el que ya hemos descrito: los consumidores aumentarían sus saldos de tesorería retirando circulante. Como consecuencia, ante el exceso de oferta de bienes habrá una caída de los precios. Los empresarios percibirán menos ingresos, por lo que para reducir sus costos tendrían que despedir trabajadores o aumentar su productividad. Este segundo escenario no siempre es viable, ya que el problema aquí descrito es uno en el cual incrementar la producción no resulta racional.

La RBD permitiría expandir la oferta monetaria durante breves periodos, lo cual impediría caídas bruscas en los precios. No sería una medida inflacionista, sino de ajuste automático. El beneficio de emplear letras reales radica en que se trata de lo que Fekete denomina crédito autoliquidable: al estar respaldadas por la producción de bienes de consumo de alta demanda, se garantiza que dichas promesas de pago podrán saldarse cuando alcancen la madurez.

¿Por qué la insistencia en girar letras solo contra esta clase de bienes de consumo? Se debe a que, aún en tiempos de crisis, hay bienes que siempre son demandados y producidos: alimento, vestido, bienes de primer orden. Una vez monetizados estas promesas de pago, las letras emergen como medios de cambio particularmente líquidos.

En su formulación original, Adam Smith planteaba que las letras circularan durante 91 días. Podría pensarse que se trata de un tiempo aleatorio, pero en realidad representa el tiempo medio de una estación del año. Históricamente, el componente de estacionalidad ha sido uno de los indicadores más importantes para cada uno de los participantes del proceso económico. Al tiempo que incrementa la oferta de bienes agrícolas se incrementa la demanda de consumo y también la del trabajo. El impacto que estas variaciones tenían y siguen teniendo en el sistema financiero no es menor.

Allyn Young, que escribía en los albores del sistema de Reserva Federal, describe los retos que tenían que enfrentar los banqueros en el anterior régimen:

Es obvio que el sistema monetario de los Estados Unidos era decididamente inelástico. Su volumen no podía variar de acuerdo a las necesidades variables del comercio. Esta debilidad se hacía particularmente clara en el periodo del mayor estrés: el otoño, la

estación de las cosechas. A finales de invierno, los bancos de los distritos agrícolas se encontraban con más reservas de dinero de las que necesitaban. De manera que grandes sumas eran enviadas al este, sobre todo a Nueva York, donde los depósitos bancarios cotizaban a una pequeña tasa de interés. Entonces llegaba la época de las cosechas y la necesidad de dinero circulante en el interior del país causaba una salida de dichos fondos. Todos los otoños los principales bancos de Nueva York se veían obligados a deshacerse de cincuenta millones de dólares para satisfacer semejantes demandas. Adicionalmente, se tenía que importar oro de Europa en grandes cantidades. Las altas tasas de interés de dichos préstamos incrementaba los costos de movilizar los granos.<sup>94</sup>

La historia que Allyn Young intenta contar es una sobre la ineficiencia de los sistemas innecesariamente disciplinados. En aquel entonces el requerimiento de reserva era de un 25%, lejos del ideal austriaco. Los depósitos estaban más que protegidos, pero al precio de restringir el crédito cuando más se lo necesitaba. Young comenta que «si las reservas hubieran sido elásticas, la rigidez en la emisión de billetes no habría causado ningún problema».<sup>95</sup> De esta manera, los bancos de Nueva York movilizarían sus reservas durante los periodos de gran demanda con la seguridad de que estas retornarían al cabo de unos meses, en cuyo caso no habría habido la necesidad de importar oro ni de financiar a las potencias europeas con cargos a la economía interna.

En el ámbito teórico Young era un defensor de un patrón oro elástico, en el profesional, además de ser un académico, sirvió como asesor de la Reserva Federal durante los años veinte. En aquel entonces llegó a escribir que «si debemos tener fluctuaciones de precios [...], lo mejor es que estas sean gobernadas por los cambios en la oferta de un bien relativamente estable como el oro, y no que estén sujetas a manipulaciones políticas o ajustes arbitrarios en cualquier sentido».<sup>96</sup> De manera que, si bien encontraba beneficioso el sistema de banca central, no se mostraba favorable ante la ingeniería racional de la política monetaria. Con suficiente margen de maniobra, los bancos podían atender a las necesidades de dinero y crédito. El oro sería el anclaje

---

<sup>94</sup> Young, 1999, págs. 299-300

<sup>95</sup> Ibid, pág 300

<sup>96</sup> Ibid, pág 292.

para preservar el poder adquisitivo de la moneda, mientras que la elasticidad en las reservas permitiría dotar de aire al espacio financiero.

La intención de la RBD es precisamente esta, si bien se considera que la figura del banco central no es deseable. Con todo, Antal Fekete (2012) no se muestra del todo antipático a la idea original de la Reserva Federal —aquella sobre la que escribía Young, un sistema pasivo que funcionaba a la manera de una cámara de compensación a gran escala—, como sí a las prácticas ilegales en las que incurrió el entonces gobernador, Benjamin Strong. Las operaciones de mercado abierto habrían sido, en opinión de Fekete y a la sazón de gran parte de la ortodoxia austriaca<sup>97</sup>, las causantes de la Gran Depresión. Es precisamente el rol activo de los bancos centrales erosionan la formación de capital a medida que cae la estructura de las tasas de interés. El resultado, insiste Fekete, no puede ser otro que una crisis deflacionaria.

Con la doctrina de las letras reales los bancos tendrían a la mano un fondo de reserva elástico, compuesto lo mismo por oro que por promesas de pago giradas contra bienes de alta demanda cuya producción está garantizada. Los bancos tendrán un instrumento natural y no inflacionario para reaccionar ante las fluctuaciones en la demanda. Los proponentes de la RBD reconocen que las rigideces del patrón oro afectan también a la velocidad del dinero, que la teoría cuantitativa considera una variable estable en el tiempo. En tiempos de alta demanda, la rigidez tanto en la oferta como en la velocidad impiden que se realicen ajustes que estabilicen los precios. De ahí que devenga deseable el empleo de complementos monetarios durante épocas de estrés.

Suele pensarse, no sin sorna intelectual, que la defensa al patrón oro se alimenta de la nostalgia de los intelectuales que proponen el retorno a un régimen monetario anterior al que impera hoy en día. En la medida en que la defensa al oro suele ser ingenua, es razonable suponer que esta crítica contiene ápices de verdad. Un patrón oro, tal y como lo imaginan los austriacos ortodoxos más vulgares, no tiene en consideración las particularidades de su implementación a lo largo de la historia. La falta de elasticidad ha sido uno de los grandes retos que el mercado ha tenido que resolver. La RBD fue, en opinión de los neomengerianos, la mejor de las soluciones porque implicaba asociar los complementos monetarios a bienes que, en la práctica, resultaban casi tan líquidos como el mismo oro y que, además, tenían el beneficio de ser crédito autoliquidable. El

---

<sup>97</sup> Véase: Rothbard, *America's Great Depression*, 1963.

mercado había encontrado un mecanismo para que el crédito circulante no generase ciclos profundos y duraderos.

Sobre la importancia histórica de los complementos monetarios, en este caso las letras reales, Rallo ha comentado lo siguiente:

no olvidemos que el dinero es sólo uno de los mecanismos con los que evolutivamente se dota un sistema económico para coordinar a sus agentes, pero no tiene por qué ser el único [...]. Por ejemplo, los comerciantes acudían a las ferias medievales con su mercancía pero sin prácticamente oro. Una vez allí, se desprendían de sus mercancías girando letras y adquirían otras mercancías endosando letras (novación de la deuda). Finalmente, cuando la feria concluía, se ponían todas las letras de cambio en común y los saldos netos se pagaban en oro (compensación y posterior entrega de dinero).

Es muy probable que estos centros empresariales nunca se hubiesen desarrollado, o al menos no en toda su extensión, en caso de que los comerciantes no hubiesen podido recurrir a estos complementos monetarios.<sup>98</sup>

Uno de los principales problemas a los que se enfrentaban los empresarios era que no solían contar con los fondos en oro suficientes para pagar a los trabajadores. Mantener semejantes fondos suponía grandes riesgos y además era costoso, de manera que para solucionar este problema de liquidez se giraban letras contra la producción de un periodo determinado. Estas circulaban como dinero y eran aceptadas tanto por los consumidores como por los bancos. Por eso eran letras reales y no meras promesas de pago: estaban amparadas en producción concreta.

La emisión de letras no solo permitía que se concretaran los planes de producción, sino que a nivel agregado se impedía el desempleo crónico. Dicho en términos contemporáneos, la RBD y el patrón oro garantizaban que la tasa natural de desempleo cayera de manera espontánea.

En ausencia de un instrumento que otorgue elasticidad a la oferta de dinero, los aumentos en la demanda causarán una distorsión en los planes de producción. Con tal de atender a las señales

---

<sup>98</sup> Rallo, J. R. (24/09/2009). *Los complementos monetarios*. Obtenido de Instituto Juan de Mariana: <https://www.juandemariana.org/ijm-actualidad/analisis-diario/los-complementos-monetarios>

que arroja el mercado, la industria se volcará hacia sectores como la minería y la transformación. Habrá estabilización de precios, como comentábamos en el punto 1, pero solo en el largo plazo.

Por otro lado, la doctrina de las letras reales permitiría que los bancos ajusten sus reservas según los principios que mencionábamos en el punto 2. En la medida en que las letras tienen una fecha vencimiento establecida, las expansiones desaforadas de crédito se vuelven menos atractivas. Al mismo tiempo, ofrecen la elasticidad necesaria para que los bancos realicen las operaciones de lucro que les son propias. Nótese que no se ha dicho que sea prudente emitir letras contra activos de capital para financiar el consumo presente. En caso de hacerlo, las letras, que habrían de madurar en un periodo breve, por lo general de 90 días, no serían crédito autoliquidable en el sentido de Fekete: supondrían una nueva forma de descalce de plazos, pues los involucrados en el proceso estarían prestando a corto para invertir a largo, con los riesgos de iliquidez que esto conlleva. Será crédito autoliquidable solo aquel que involucre el descuento de letras respaldadas por una producción que implique bienes de consumo de alta demanda.

## Capítulo 5. Conclusiones

En 1974 Murray Rothbard afirmaba que la teoría austriaca del dinero terminaba con la publicación, en 1912, de *La teoría del dinero y los medios fiduciarios* de Mises<sup>99</sup>. Habida cuenta de que el austriaco redondeaba y expandía en *La acción humana* los postulados que hiciera treinta años atrás, Rothbard pudo haber sido más generoso y decir que 1947 fue el año en que Mises puso sello final a sus estudios del dinero. En descargo de la afirmación un tanto hiperbólica del norteamericano, es justo afirmar que desde la aparición de la *magnum opus* de von Mises el pensamiento austriaco ortodoxo se hundió en la complacencia, por lo menos en lo que respecta a los temas de teoría monetaria.

Aquellos que, en el seno del enfoque austriaco, desafiaban la visión canónica fueron tomados por heterodoxos que se alejaban de una tradición nacida en las páginas de Menger (o en los tratados de escolástica española, según afirman Rothbard y Huerta de Soto) y clausurada en la obra de Mises. En ese sentido, pueden interpretarse las últimas aportaciones de Hayek a la teoría monetaria como alejamientos del canon intelectual austriaco. La sentencia de Rothbard, que pretendía ser elogiosa, pone de manifiesto los síntomas de un pensamiento acrítico que se resiste a la posibilidad de aceptar una revisión y posterior reformulación al análisis del ciclo económico si no es sobre las bases de la catequesis miseana.

Aunque Hayek terminara por distanciarse de la ortodoxia en lo que respecta a las recomendaciones de política monetaria, lo cierto es que su análisis de los procesos de auge y crisis se mantiene fiel al que postulara su antecesor. Pertenecientes a una generación más reciente, las obras de Rothbard y Huerta de Soto pueden entenderse como las pinceladas finales del cuadro que pintara Mises. Aquellas que, desde la tradición austriaca, contradigan los postulados de *La teoría del crédito y los medios fiduciarios* y *La acción humana* suele ser tenido por revisionista, reaccionario o, peor aún, *mainstream*.

Es una rara y poco científica postura aquella que celebra la heterodoxia por la heterodoxia misma. No se trata ya de articular un pensamiento alternativo sino de asegurarse un sitio fuera de los discursos hegemónicos. Lo anterior no equivale a postular que Rothbard, Garrison o Huerta de

---

<sup>99</sup> (Rothbard, *The Austrian Theory of Money*, 1974)

Soto fuesen deshonestos o complacientes, ni mucho menos que no merezca la pena tener a consideración sus aportaciones. Ellos mismos han tratado de subsanar las lagunas que Mises dejara, de la misma manera que este último tratara de completar los bosquejos de teoría monetaria contenidos en la obra de Menger. El peligro, a nuestro juicio, yace en la creencia dogmática de que todo lo dicho por Mises y reiterado por sus herederos constituye la última palabra en el largo historial de la teoría monetaria.

El pensador crítico, aun cuando esté de acuerdo con la tesis principal del enfoque austriaco, debe preguntarse en todo momento: ¿Pudo haberse equivocado Mises? Pareciera que para muchos de sus seguidores más fervientes la respuesta a esta pregunta es negativa. Si lo que dice Rothbard es cierto, entonces el resto de los desarrollos del enfoque austriaco serán mera exégesis del dogma misesiano. De ser este el caso, la posibilidad del pensamiento crítico habrá muerto. Las teorías son siempre aproximaciones a la verdad, y por lo tanto deben estar siempre sujetas a pruebas y revisión. Sostenemos que no es tanto que el método praxeológico de Mises se declarase infalible, sino que fueron algunos de sus herederos quienes pretendieron señalar de apóstatas a los que se atrevieran a contradecir y negar algunas de las afirmaciones vertidas en las obras capitales del austrianismo.

A lo largo de esta tesis hemos enmarcado el enfoque austriaco dentro de las diversas teorías del ciclo económico endógeno. Nuestro propósito ha sido ofrecer un contraste, una delimitación y también hallar los vasos comunicantes. Consideramos que de esta manera será posible hacerse de una mejor idea de lo que, en las economías capitalistas, constituye el ciclo económico. Encontramos que la hipótesis de las crisis cíclicas como fenómenos endógenos se corrobora a partir de la observación de varios puntos en común entre las distintas teorías, a saber:

- La información imperfecta como catalizadora de los desequilibrios y la toma de decisiones subóptimas tanto de consumo como de inversión.
- La no neutralidad del dinero en el corto plazo.
- El papel que juegan la incertidumbre y la liquidez a lo largo del ciclo.

El segundo objetivo ha sido exponer la teoría ortodoxa del ciclo económico según la escuela austriaca, mostrándolo como un enfoque que, dados sus métodos y conclusiones, satisface los criterios que hemos establecido para la clasificación de las explicaciones de orden endógenp. Se



ha identificado que el mecanismo subyacente a los procesos de auge y crisis es la descoordinación intertemporal entre los diversos agentes. Las expansiones artificiales de crédito envían señales equivocadas a los sectores productivos, lo cual genera un cambio cualitativo en la estructura de los planes de producción. De este modo se genera un auge que deviene insostenible. La crisis devela las malas inversiones. Por último, se han señalado las principales recomendaciones de política monetaria para evitar los ciclos económicos. En la versión ortodoxa, estas son:

- El establecimiento de patrón oro.
- La banca libre, con la desaparición de los bancos centrales.
- Imponer un requerimiento de caja del 100% sobre los depósitos a la vista.

En la tercera sección se plantea una crítica del enfoque austriaco desde el marginalismo. Se ha detectado que las principales limitaciones de lo que nosotros llamamos el análisis canónico se hallan en el rompimiento de Mises con la tradición mengeriana. Encomiable como pudo haber sido su empresa, el resultado fue desdeñar las nociones de liquidez que, a nuestro juicio, resultan capitales para el entendimiento del dinero en tanto categoría económica. Fue a partir de dicha escisión que Mises se vio tentado a generar nuevas categorías analíticas en torno a los medios de cambio. Contradiendo a Menger, el autor de *La acción humana* optó por un enfoque cuantitativista de oferta que no hizo sino opacar la importancia que la demanda de dinero tiene en la estructura de la liquidez. Adicionalmente, en su pretensión por elaborar una teoría general de la acción humana, Mises formuló un teorema sobre la génesis del dinero que, a nuestro entender, no termina de ser convincente. No solo no supera el análisis mengeriano, sino que no es capaz de explicar la génesis contemporánea de nuevas formas de dinero. Podría afirmarse que, en un sentido praxeológico, el teorema regresivo es falso.

Para plantear la crítica al paradigma canónico consideramos importante incorporar no solo las observaciones de Rallo y Fekete, dos de los principales promotores de la Nueva Escuela Austriaca de Economía, sino que se ha buscado tender un puente entre las explicaciones liberales con la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky. Nos parece que, a pesar de las diferencias tanto de método como de ideología, coinciden en un punto vital: la estructura de la liquidez determina el destino de las relaciones económicas. En concreto, Minsky y los

neomengerianos han identificado los descaldes de plazos en el mercado de crédito como elementos fundamentales de desequilibrio.

Siendo así, las perturbaciones en el mercado de dinero no solamente afectan la coordinación intertemporal de los agentes por medio de la variación azarosa de una no menos etérea tasa de interés natural, sino que afectan un tejido financiero que está compuesto por factores tan diversos como distintos perfiles de riesgo, flujos y reflujos de efectivo y compromisos de pago. Otra manera de plantearlo es decir que durante los auges se favorecen las condiciones de elasticidad crediticia que a la postre redundan en crisis que hacen necesario el retorno a la disciplina (tasas de interés elevadas, liquidación de malas inversiones, reestructuración del perfil crediticio).

A raíz de nuestra crítica, se ha concluido que las recomendaciones de política monetaria que ofrece el canon austriaco no solo no bastarían para frenar de manera definitiva los ciclos económicos, sino que el propio régimen, tal y como está concebido, no está exento de riesgos.

A saber:

- El patrón oro con coeficiente de caja del 100% no es lo suficientemente elástico para absorber las fluctuaciones de demanda, que a nuestro juicio, y en contra de lo que asume la teoría cuantitativa del dinero, son reales y de profundo impacto. La extrema rigidez del patrón oro con coeficiente del 100% generaría la tendencia crónica hacia la deflación y al desempleo.
- Puesto que el detonante principal de las crisis en los procesos cíclicos no es la insolvencia, sino la iliquidez, el patrón oro con coeficiente de caja del 100% no impide en principio que las unidades financieras incurran en el descaldes de plazos. En el régimen hiperdisciplinario de Mises, Rothbard y Huerta de Soto la amenaza de iliquidez sistémica sigue vigente.
- Para que el patrón oro sea viable se requeriría de una medida que ofrezca elasticidad de tal manera que la oferta monetaria pueda reaccionar a las fluctuaciones abruptas de la demanda. Dicha política es la doctrina de las letras reales, la cual indica que podrán monetizarse todas aquellas promesas de pago cuyo colateral sea la producción de bienes de consumo de alta demanda. Estas deberán liquidarse en un plazo determinado, por lo

general de 90 días, y podrán ser convertidas a su correspondiente dinerario en cualquier momento.

En suma, el propósito global de esta tesis ha sido elaborar una explicación más abarcadora de los procesos cíclicos de raíz endógena, mostrando que el planteamiento austriaco se puede nutrir de otros enfoques. Consideramos que el objetivo se ha logrado.

Como comentario final, ha de establecerse que los austriacos no fueron ni los creadores ni los centinelas de la tradición liberal —escuela de pensamiento vasta, multifacética y por momentos contradictoria—, sino un grupo de científicos sociales preocupados por lo que, para ellos, era la creciente vulgarización<sup>100</sup> de una filosofía que, en sus orígenes, pretendía erigirse en un paradigma que englobara la condición humana por entero. Como resultado de tal preocupación, los autores austriacos se abocaron a la empresa más bien titánica de desarrollar un paradigma alternativo, motivado por el subjetivismo y los axiomas de la acción humana, que ofreciera explicaciones más ricas y coherentes que aquellas del marxismo, el keynesianismo y las tesis neoclásicas. El resultado fue el desarrollo de un paradigma marginalista cuyo vértice se halla en el método apodíctico en contraste con los análisis de cuño materialista —en el caso del marxismo— y matemáticos.

Si bien hemos sido críticos con Mises, lo cierto es que su análisis de los ciclos económicos supuso un giro copernicano en el entendimiento de las crisis por las que atravesaba el capitalismo. Es por ello que nos dimos a la tarea de describirlo, criticarlo y rescatar lo que de él nos parecía lo más valioso. Como habíamos comentado, buena parte de los enfoques convencionales se han olvidado de generar una teoría convincente sobre la estructura del capital. Punto en el que, a nuestro juicio, destaca el enfoque austriaco. Segundo y no menos importante es el aspecto de las descoordinaciones intertemporales.

En rigor, nuestra crítica no ha sido hacia la noción de que dicha discrepancia entre los planes presentes y futuros es signo de las crisis, sino hacia el mecanismo que detona las descoordinaciones y transmite los errores. Si para el enfoque canónico el disparador del ciclo es el desvío de la tasa de interés de mercado con respecto a la tasa natural, como resultado de una

---

<sup>100</sup> Una crítica válida, que nosotros compartimos, en la medida en que, conforme el siglo XX se desplegaba, el liberalismo quedaba reducido a su dimensión pecuniaria. La libertad empezó a ser vista no como un elemento inherente a la condición humana sino una herramienta que está al servicio de la maximización de los beneficios.

expansión en la oferta de medios fiduciarios, a nuestro juicio la explicación ha de ser multifactorial, con la estructura de la liquidez al centro. Y es que, según hemos mostrado, el interés no es un fenómeno exclusivo del mercado de fondos prestables —*proxy* para nombrar la preferencia temporal miseana—, sino también un precio que se determina según la preferencia por la liquidez y la aversión al riesgo de los agentes. En última instancia, la tasa de interés no es independiente de la relación monetaria, como pensaba Mises, ni mucho menos la oferta y la demanda de dinero son fenómenos aislados.

No han sido pocas las veces en que, deslumbrados por teorías sofisticadas y las regulaciones más novedosas, los economistas y la clase intelectual han afirmado que se ha cerrado el capítulo de las crisis económicas. Si los ciclos se repiten es porque los gobiernos y los bancos centrales, ya sea por ignorancia, indolencia o dogmatismo, se resisten a implementar las medidas adecuadas. Nada más lamentable para la mente científica que la creencia de que la verdad entera está contenida en las tablillas doradas de los *journals* revisados por pares. Las teorías son perfectibles porque el error es un fenómeno evolutivo. El presente trabajo no ha pretendido decretar verdades infalibles, sino expandir el debate en torno a un proceso cíclico sobre el cual no se ha hallado la respuesta definitiva.

## Bibliografía

- Boianowsky, M. (1995). Wicksell's Business Cycle. *The European Journal of the History of Economic*, 2(2), 375-411.
- Cachanosky, J. C. (2016). *La escuela austriaca de economía*. Barcelona: Episteme.
- Dugin, A. (2012). *The Fourth Political Theory*. Budapest: Arktos Media.
- Estey, J. A. (1960). *Tratado sobre los ciclos económicos*. Ciudad de México: FCE.
- Fekete, A. E. (21 de 11 de 2007). *Interest and Discount and The Continental Divide Between Them*. Recuperado el 30 de 06 de 2020, de ProfessorFekete.com: <https://professorfekete.com/articles/AEFInterestAndDiscount.pdf>
- Fekete, A. E. (06 de 06 de 2012). *The Gold Problem Revisited*. Recuperado el 30 de 06 de 2020, de ProfessorFekete.com: <https://professorfekete.com/articles/AEFTheGoldProblemRevisited2.pdf>
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy: Presidential Address to AEA. *American Economic Review*, LVIII(1), 1-17.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1971). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. New York: Princeton University Press.
- Garrison, R. W. (1986). Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal. *Cato Journal*, 6(2), 437-459.
- Garrison, R. W. (1996). Friedman's 'Plucking Model'. *Economic Inquiry*, 34(4), 799-802.
- Garrison, R. W. (2001). *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure* (2007 ed.). New York: Routledge.
- Garrison, R. W. (2005). Ciclos económicos: el enfoque austriaco. *Libertas*(43).
- Hayek, F. A. (1931). *Precios y producción* (1996 ed.). (C. R. Braun, Trad.) Madrid: Unión Editorial.
- Hayek, F. A. (1978). *Denationalisation of Money: The Argument Refined* (1990 ed.). London: The Institute of Economic Affairs.
- Hicks, J. (1950). *Una aportación a la teoría del ciclo económico*. Madrid: Ediciones Rialp S.A.
- Huerta de Soto, J. (1992). *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*. Madrid: Unión Editorial.
- Huerta de Soto, J. (1997). La escuela austriaca moderna frente a la neoclásica. *Revista de economía aplicada*, 5(15), 113-133.
- Huerta de Soto, J. (1998). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (2016 ed.). Madrid: Unión Editorial.

- Huerta de Soto, J. (2000). *La escuela austriaca: mercado y creatividad empresarial*. Madrid: Síntesis.
- Huerta de Soto, J. (2020). *La japonización de la Unión Europea*. Obtenido de <https://www.jesushuertadesoto.com/la-japonizacion-de-la-union-europea/>
- Jouvenel, B. d. (1945). *Sobre el poder: Historia natural de su crecimiento* (2011 ed.). Madrid: Unión Editorial.
- Kalecki, M. (1956). *Teoría de la dinámica económica: ensayo sobre los movimientos cíclicos y a lo largo de la economía capitalista*. Ciudad de México: FCE.
- Kalecki, M. (1977). *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970*. Ciudad de México: FCE.
- Kydland, F., & Prescott, E. C. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 1345-1370.
- Lucas, R. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 103-124.
- Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *The Phillips Curve and Labor Markets* (págs. 19-46). New York: University of Rochester.
- Lucas, R., & Sargent, T. J. (1978). After Keynesian Macroeconomics. *After The Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*. (págs. 49-72). Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- Marcuse, H. (1964). *El hombre unidimensional*. (A. Elorza, Trad.) Buenos Aires: Austral.
- Marx, K. (1867). *El Capital* (2006 ed., Vol. I). Ciudad de México: FCE.
- Marx, K. (1885). *El Capital* (2006 ed., Vol. II). Ciudad de México: FCE.
- Marx, K. (1894). *El Capital* (2006 ed., Vol. III). Ciudad de México: CFE.
- Menger, C. (1871). *Principles of Economics* (2007 ed.). Auburn: The Ludwig von Mises Institute.
- Menger, C. (Junio de 1891). El origen del dinero. *The Economic Journal*, 2(6), 239-255.
- Merhling, P. (1999). The vision of Hyman P. Minsky. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 39, 129-158.
- Merhling, P. (2010). *The New Lombard Street: How the Fed became the dealer of last resort*. Princeton & Oxford: Princeton University Press.
- Merhling, P. (2012). Three Principles for Market-based Credit Regulation. *American Economic Review*, 102(3), 107-112.

- Minsky, H. (24 de 4 de 1978). *The Dollar: U.S. Must Be Seen as an Ailing Bank*. Recuperado el 2020, de Hyman P. Minsky Archive: [https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/374](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/374)
- Minsky, H. (1992). *The Financial Instability Hypothesis*. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H. (1993). On the non-neutrality of Money. *FRBNY Quarterly Review*, 77-82.
- Mises, L. v. (1912). *La teoría del dinero y del crédito* (2012 ed.). Madrid: Unión Editorial.
- Mises, L. v. (1922). *El socialismo. Análisis económico y sociológico* (2019 ed.). Madrid: Unión editorial.
- Mises, L. v. (1947). *La acción humana* (2007 ed.). (J. R. Albiol, Trad.) Madrid: Unión Editorial.
- Mundell, R. (Junio de 2000). A Reconsideration of the Twentieth Century. *The American Economic Review*, 90(3), 327-340.
- Neira, M. A. (2004). La macroeconomía del capital en el siglo XXI. *Análisis Económico*, XIX(40), 23-47.
- Neira, M. A. (2004). Una guía para el estudio de la Macroeconomía del Capital. *Procesos de mercado*(1), 113-186.
- Neira, M. A. (Octubre de 2005). Las teorías monetarias del ciclo en el marco de la literatura sobre los ciclos económicos. (I. U. ESEADE, Ed.) *Libertas*(43).
- Rallo, J. R. (24 de 09 de 2009). *Los complementos monetarios*. Obtenido de Instituto Juan de Mariana: <https://www.juandemariana.org/ijm-actualidad/analisis-diario/los-complementos-monetarios>
- Rallo, J. R. (2019). *Una crítica a la teoría monetaria de Mises*. Madrid: Unión Editorial.
- Rothbard, M. (1963). *America's Great Depression* (2000 ed.). Auburn, Alabama: The Ludwig von Mises Institute.
- Rothbard, M. (1974). The Austrian Theory of Money. En *Economic Controversies* (2011 ed., págs. 685-709). Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Rothbard, M. (11 de 10 de 2006). *Nueva luz sobre la prehistoria de la escuela austriaca*. Recuperado el 2020, de Mises Daily: <https://mises.org/es/library/nueva-luz-sobre-la-prehistoria-de-la-escuela-austriaca>
- Sala-i-Martin, X. (2000). *Apuntes de crecimiento económico*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Ciclos económicos. Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista*. (J. Pascual, Trad.) Zaragoza: Universidad de Zaragoza.
- Schumpeter, J. A. (1950). *Capitalismo, socialismo y democracia* (2015 ed.). (J. D. García, & A. Limeres, Trads.) Barcelona: Página Indómita.

- Sechrest, L. J. (1993). *Free Banking: Theory, History, and a Laissez-Faire Model* (2008 ed.). Auburn, Alabama: The Ludwig von Mises Institute.
- Selgin, G. A. (1988). *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*. Nueva Jersey: Rowman & Littlefield.
- Selgin, G., & White, L. H. (Diciembre de 1994). How Would the Invisible Hand Handle Money? *Journal of Economic Literature*, 32(4), 1718-1749.
- Siedman, L. S. (2005). The New Classical Counter-Revolution: A False Path for Macroeconomics. *Eastern Economic*, 135-140.
- Snowdon, B. (2007). The New Classical Counterrevolution: False Path or Illuminating Complement. *Eastern Economic Journal*, 33(4), 541-562.
- White, L. H. (1984). *Free Banking in Britain. Theory, Experience and Debate, 1800-1845* (2008 ed.). Londres: Cambridge University Press.
- Young, A. A. (1999). *Money and Growth: selected papers of Allyn Abbott Young*. (P. Merhling, & R. J. Sandilands, Edits.) London & New York: Routledge.