

# La teoría austríaca de ciclos económicos y la crisis subprime

---

**Alumno: Nicolás Andrés Dennehy**

**Profesor asesor: Ms. Marina Tortul**

**Julio de 2016**

Departamento de Economía – Universidad Nacional del Sur  
Trabajo de grado de la Licenciatura en Economía

## Contenido

1.	Introducción .....	1
2.	La escuela austríaca .....	2
2.1	El modelo de Garrison .....	4
2.2	La expansión del crédito .....	7
2.2.1	Mal-inversión .....	8
2.2.2	Sobreconsumo .....	11
2.2.3	Efectos simultáneos .....	12
2.4	Críticas a la teoría austríaca: el pleno empleo .....	13
2.5	Evidencia empírica .....	14
3.	La Gran Recesión: 2007-2008 .....	18
3.1	El origen de la burbuja: la política monetaria .....	19
3.2	<i>Global savings glut</i> : ¿exceso de ahorro global? .....	22
3.3	Las hipotecas <i>subprime</i> y la burbuja. Fannie Mae y Freddie Mac .....	24
3.4	La crisis .....	27
3.4	La respuesta a la crisis .....	28
3.4.1	Política monetaria .....	28
3.4.2	Política fiscal .....	31
3.5	La salida austríaca de la recesión .....	33
4.	Conclusión .....	38
5.	Referencias bibliográficas .....	39

## 1. Introducción

Es un hecho ampliamente comprobado que la actividad económica en su agregado no varía en forma constante. En la mayor parte de las naciones con sistemas económicos modernos basados en el dinero el producto agregado oscila, a veces fuertemente, alrededor de su tendencia de largo plazo. Tales fenómenos se conocen como ciclos económicos.

La definición más ampliamente aceptada de los mismos en la literatura económica es, quizás, la de Arthur F. Burns y Wesley C. Mitchell. Estos autores, pioneros en la medición de los ciclos, los definieron como *“un tipo de fluctuación encontrada en la actividad económica agregada de las naciones que organizan su trabajo principalmente en firmas empresariales; un ciclo consiste de expansiones que ocurren en aproximadamente el mismo tiempo en muchas actividades económicas, seguidas de generalmente similares recesiones, contracciones y resurgimientos que se combinan en la fase expansiva del próximo ciclo”* (Burns y Mitchell, 1946).

El estudio de los ciclos económicos se intensificó luego de la última recesión –la llamada Gran Recesión- de los Estados Unidos, ocurrida entre 2007 y 2009. La caída en la economía americana generada por la misma, que fue la más grande desde la Gran Depresión de 1929, desconcertó a la ciencia económica al producirse de forma inesperada. La ocurrencia de la Gran Recesión reavivó los intentos de explicar las fallas masivas y simultáneas de los mercados que dan origen a las contracciones económicas.

El objetivo del presente trabajo es estudiar la reciente Gran Recesión, y en especial su origen, desde una perspectiva de la teoría austríaca de los ciclos económicos. Para ello, en la primera parte del trabajo se sintetizarán las principales ideas austríacas a partir del modelo de Garrison (2002), haciendo hincapié en el origen monetario de los ciclos. En la segunda parte se considerarán los datos empíricos particulares de la Gran Recesión y la consistencia de los mismos con la teoría austríaca.

## 2. La escuela austríaca

La escuela austríaca de economía se considera fundada por Carl Menger con la publicación de *Principios de economía* en 1871 y encuentra sus mayores exponentes en el siglo XX en Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek y Murray Rothbard. En contraste con la contemporánea escuela historicista alemana de William Roscher, Menger propuso que la teoría económica es aplicable universalmente dado que la unidad de análisis debe ser el individuo y su acción. Roscher, en cambio, proponía que las leyes económicas no existen como tales y debe estudiarse el contexto histórico de cada fenómeno económico.

Se trata de una escuela subjetivista, que interpreta al individuo y su acción como la unidad de análisis de la economía. Junto con William Jevons y Leon Walras, Menger formó parte de la revolución marginalista de fines de siglo XIX. Dichos tres autores rompieron con la teoría clásica de valor trabajo y lograron el consenso en la mayor parte del pensamiento económico respecto a una teoría subjetiva del valor. Partiendo del principio fundamental de que sólo los individuos -y no los grupos- deciden, Menger reformó la teoría microeconómica, convirtiendo tanto a la utilidad como los costos en variables subjetivas. Su pensamiento influyó fuertemente en el *mainstream* económico y su estudio del mercado, llegando incluso estos avances a ser tomados por Alfred Marshall en su desarrollo de la consolidación neoclásica.

Los principales aportes de la escuela austríaca, además de los ya mencionados, fueron quizás en el campo de la macroeconomía. Se destaca principalmente la obra de Mises en *The Theory of Money and Credit* (1912) y el posterior desarrollo de Hayek. Boettke (1994) resumió en los siguientes tres puntos las principales conclusiones macroeconómicas de la escuela austríaca:

- **No neutralidad del dinero:** en este punto la escuela austríaca se diferenció del pensamiento clásico, para el cual los cambios nominales no producían efectos reales en la economía.

La escuela monetarista, representada por Fisher, postulaba que una expansión de

la oferta de dinero sin correspondencia de un aumento en la demanda del mismo crearía inflación. La escuela austríaca, a su vez, expandió este pensamiento a través de los efectos distorsivos que la expansión monetaria genera. Dado que no todos los precios suben de igual modo -como determina la identidad monetarista de Fisher<sup>1</sup>-, esto genera profundas consecuencias en la economía real e implica que el dinero no es neutral en sus efectos macroeconómicos. La política monetaria expansiva, por lo tanto, no implica únicamente un aumento mecánico en los precios sino también una distorsión relativa a lo largo de toda la economía; este concepto es central en la teoría austríaca de los ciclos económicos, dada la alteración en los precios relativos entre la inversión y el consumo. Como resume Hayek (1933), *“la teoría monetaria no debe [...] determinar únicamente la reacción final de una causa monetaria en el poder de compra del dinero, sino en cambio tratar de seguir las alteraciones sucesivas en precios particulares que eventualmente llevan a un cambio en todo el sistema de precios”* (p. 124).

- **La estructura del capital consiste en bienes heterogéneos que poseen usos específicos y múltiples que deben ser coordinados:** la producción necesita de varias etapas de inversión para llevar bienes a los consumidores. Éstos, a su vez, determinan el precio de no sólo el bien de consumo sino de todos los bienes de capital que se utilizan para producirlos, dado el principio de imputación de Menger: los bienes de producción intermedios tienen valor únicamente porque proveen de bienes que poseen valor para los consumidores.

Dado que los bienes de capital son heterogéneos y no se puede unificar a los mismos bajo una denominación homogénea, los ajustes en los procesos de inversión no son automáticos y las transferencias de recursos dentro de los mismos implican una pérdida. Las alteraciones en el sistema de precios que induzcan a cambios en los precios relativos de los bienes de consumo

---

<sup>1</sup> Formalmente,  $MV = PY$ , donde M representa la cantidad de dinero, V la velocidad de circulación del mismo, P un índice de precios e Y las cantidades producidas en la economía. Suponiendo que V e Y son constantes a corto plazo, una variación en M generará una variación en P; en otras palabras, inflación (Fisher, 1912).

producirán, por lo tanto, alteraciones en la inversión. La restauración de los precios de mercado en un equilibrio implicará necesarias pérdidas causadas por la reasignación de bienes de capital para la producción de los mismos.

- **Las instituciones sociales son usualmente el resultado de la acción humana, pero no del diseño humano:** el sistema de mercado como tal no es una institución creada intencionalmente por los actores que participan en él. Los individuos toman decisiones para mejorar su bienestar, pero el resultado de dicha acción en el conjunto es el mercado. Del mismo modo, tanto el dinero, la ley o el lenguaje son ejemplos de fenómenos sociales que no poseen orígenes en el diseño humano sino del esfuerzo humano para mejorar su condición y producir un resultado que beneficia al conjunto.

Aunque este punto posea connotaciones sociológicas, tiene fuertes implicancias sobre la institución del mercado y, más especialmente, en el dinero considerado como tal. La escuela austríaca considera al dinero como un medio de cambio de aceptación general surgido espontáneamente en las diversas sociedades a lo largo de la historia. La acción de las instituciones gubernamentales en el control del mismo son, por lo tanto, una modificación del resultado natural de la acción individual en el mercado.

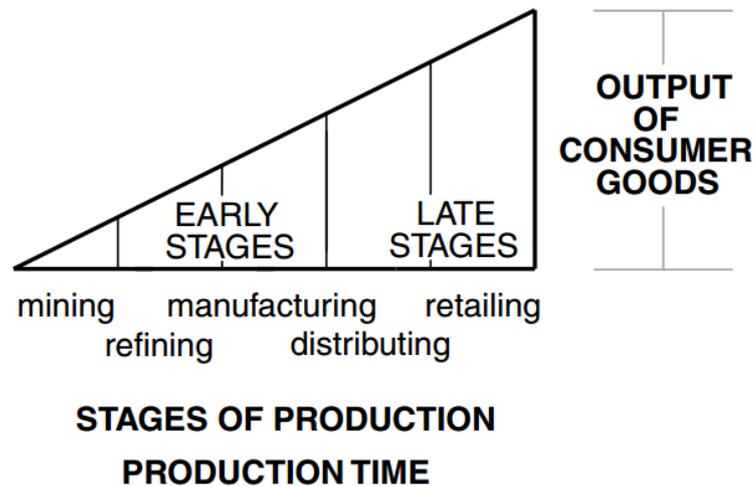
Por su parte, en el campo de los ciclos económicos los principales aportes fueron hechos por Hayek en *Prices and production* (1933), Mises en *The theory of money and credit* (1912) y Murray Rothbard en su tratado *Man, economy and state* (1962). Dicho autor resumió en su libro *America's Great Depression* (1972) la visión de dicha escuela sobre los ciclos económicos: “*la distorsión sistemática y regular que invariablemente termina en un número alto de quiebras empresariales y una depresión -fenómeno característico del ciclo económico- puede solamente surgir de la intervención del sistema bancario en el mercado*”.

## 2.1 El modelo de Garrison

En contraste con otras escuelas, la teoría austríaca postula un rol central para la estructura intertemporal del capital. La misma se puede definir como la relación en el

tiempo entre los bienes de consumo y las sucesivas etapas de producción que la preceden, en las cuales el capital es utilizado en su producción (Garrison, 2002).

Para ilustrarlo mejor, se puede diagramar el fenómeno a partir del “triángulo Hayekiano” creado por Hayek en *Precios y producción* (1931) e ilustrado por el modelo de Garrison (Gráfico I) en *Tiempo y producción* (2002):



*Gráfico I: estructura intertemporal de producción. Fuente: Garrison (2002, p. 47)*

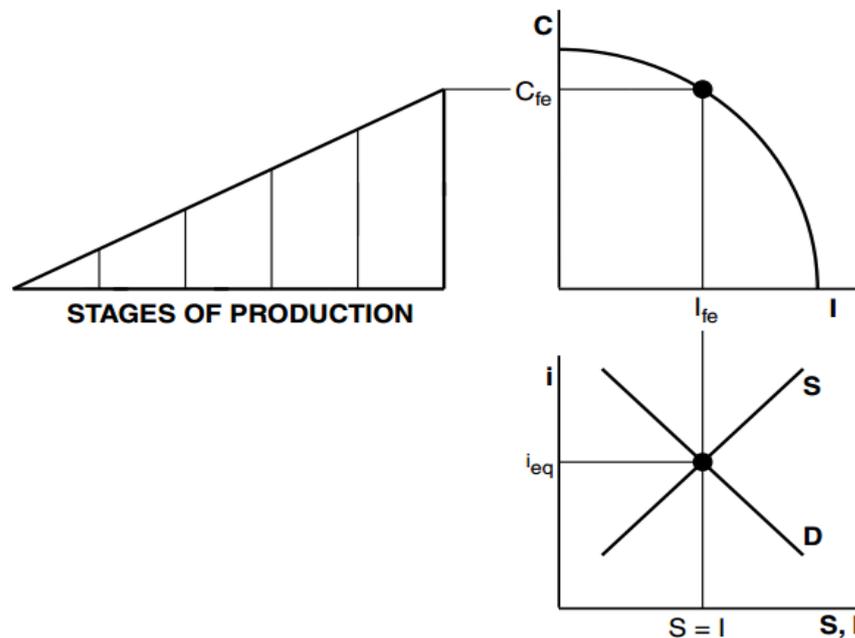
El triángulo muestra la estructura de producción de una economía de acuerdo al tiempo (abscisas) y cantidad de bienes de consumo producidos (ordenadas). El capital como factor de producción debe emplearse en las diversas etapas a lo largo de la cadena; sin embargo, éste produce bienes de consumo sólo a medida que se acerca a las etapas tardías tales como comercialización y distribución. En cambio, las etapas iniciales como extracción, manufactura y refinería no generan bienes disponibles para ser consumidos inmediatamente.

El largo del triángulo depende, por lo tanto, de cuán intensiva sea una economía en la explotación del capital a lo largo del tiempo. El alto del triángulo, en cambio, muestra el nivel de consumo que todos los individuos en el agregado deciden realizar. Dicha

elección surge de las decisiones individuales entre consumo (utilidad presente) o inversión (utilidad futura) dada una tasa de interés.<sup>2</sup>

Las elecciones intertemporales de ahorro determinan la oferta del mercado de crédito, mientras que la inversión representa la demanda del mismo. En equilibrio, ambas cantidades, inversión y ahorro, deben ser iguales; de dicho modo, queda determinada la tasa de interés que las equilibra ( $i_{eq}$  en Gráfico II).

Garrison postula que tanto el alto del triángulo hayekiano (consumo) como la cantidad de equilibrio en el mercado de crédito (ahorro e inversión) son contrapuestas, y pueden ser representadas en la frontera de posibilidades de producción de una economía. El punto de equilibrio en la misma ( $C_{fe}, I_{fe}$  en el gráfico II) es, por lo tanto, representativa de ambos.



*Gráfico II: estructura de producción, consumo e inversión. Fuente: Garrison (2002, p. 50)*

<sup>2</sup> Siguiendo al modelo de consumo intertemporal de Fisher, la elección de consumo-ahorro entre dos períodos es una maximización de una función de utilidad  $U(C_1, C_2)$  sujeta a la restricción  $C_1 + C_2/(1+r) = Y_1 + Y_2/(1+r)$ , donde  $r$  es la tasa de interés, y  $C_1, C_2$  e  $Y_1, Y_2$  los consumos e ingresos en el período 1 y 2 (Varian, 2010).

A la tasa natural  $i_{eq}$ , el mercado de crédito llega a un equilibrio y las decisiones de consumo e inversión son consistentes con la estructura de producción graficada en el triángulo. La tasa de interés es, por lo tanto, crucial como variable que articula las decisiones de inversión y consumo y permite a la estructura de capital adaptarse para proveer bienes de consumo (Garrison, 2002).

## 2.2 La expansión del crédito

El crédito, esencial en toda economía monetaria, posee dos fuentes. En primer lugar, puede ser el resultado de un aumento en el ahorro. Los fondos depositados en los bancos son remunerados con una tasa de interés, a la vez que dichas entidades financieras actúan como intermediarios prestando dichos fondos.<sup>3</sup>

Por otro lado, puede darse una creación de crédito mediante la concesión de préstamos usando los depósitos monetarios, dando origen a dinero fiduciario no respaldado en ahorro. La reserva fraccional, sistema que permite este segundo modo de crédito, es considerada por muchos autores austríacos como causa de divergencia entre el ahorro natural y el otorgado en crédito en una economía. Como sostiene Huerta de Soto (2009), mediante la simple ampliación de líneas crediticias los bancos “crean” fondos prestables que no implican un previo sacrificio de consumo presente para obtener un mayor consumo futuro. Más importantemente, esta forma de creación de crédito no implica una entrega de bienes presentes a cambio de bienes futuros, eliminando la restricción económica en la decisión consumo-ahorro.

Toda expansión del crédito, sea mediante el ahorro o sin su respaldo en él, reducirá las tasas de interés de equilibrio en el mercado al desplazarse la curva de oferta (S) hacia la derecha. Para analizar su impacto, sin embargo, deben considerarse dos situaciones: el caso de una decisión agregada de mayor ahorro por un cambio en las preferencias y el de una expansión crediticia sin un cambio en las mismas.

En el primer caso, se produce un movimiento dentro de la frontera de posibilidades de producción, aumentando el ahorro (inversión) y disminuyendo el consumo. Esto se

---

<sup>3</sup> La teoría austríaca se basa en el concepto wickselliano de “tasa natural” de interés, definida por Wicksell (1936) como aquella que se iguala a la productividad del capital y mantiene constante el nivel de precios.

traduce en el mercado de crédito como un traslado de la curva de oferta de fondos prestables hacia la derecha, disminuyendo la tasa de interés. Dicha tasa es consistente con las nuevas preferencias intertemporales de los actores económicos, por lo que no existen presiones de mercado que ajusten a la suba.

La consecuencia de la reducción en el tipo de interés en este caso es un alargamiento de la cadena de producción en el tiempo, por lo que disminuirá el consumo final (alto del triángulo) y aumentarán las etapas de la misma (ancho del triángulo). Dado que la caída en la tasa de interés provoca aumentos en la inversión, aumentará el precio de los bienes de capital al crecer su demanda, especialmente en las etapas más alejadas del consumo. El aumento de la productividad por mayor intensidad en el uso del capital implicará en el largo plazo un aumento del tamaño del triángulo, habiendo crecimiento tanto en inversión como en consumo; en otras palabras, se expande la frontera de posibilidades de producción (FPP) hacia afuera.

Esta conclusión es consistente con los modelos de crecimiento en la macroeconomía neoclásica, tales como Solow-Swan (1956) o el postkeynesiano Harrod-Domar (1939, 1946): es el mayor uso y productividad del capital derivado del ahorro el principal factor en lograr crecimiento del producto per cápita en las economías a lo largo del tiempo.

### **2.2.1 Mal-inversión**

En contraste se puede mostrar el segundo caso de una expansión crediticia mediante bajos tipos de interés estimulados por las autoridades monetarias o el mismo sistema de reserva fraccional:

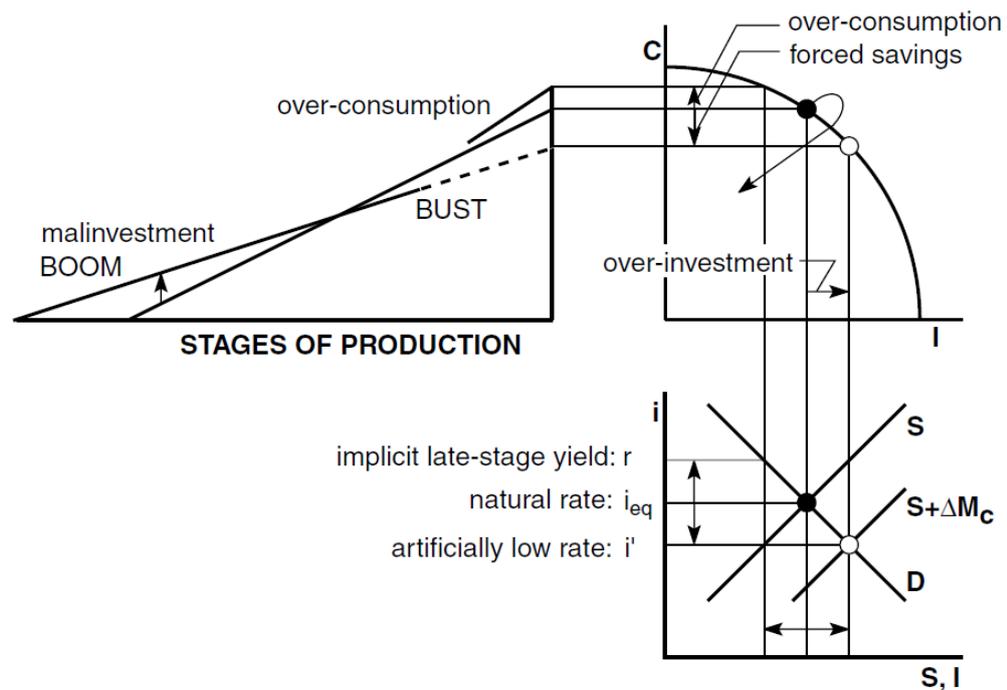


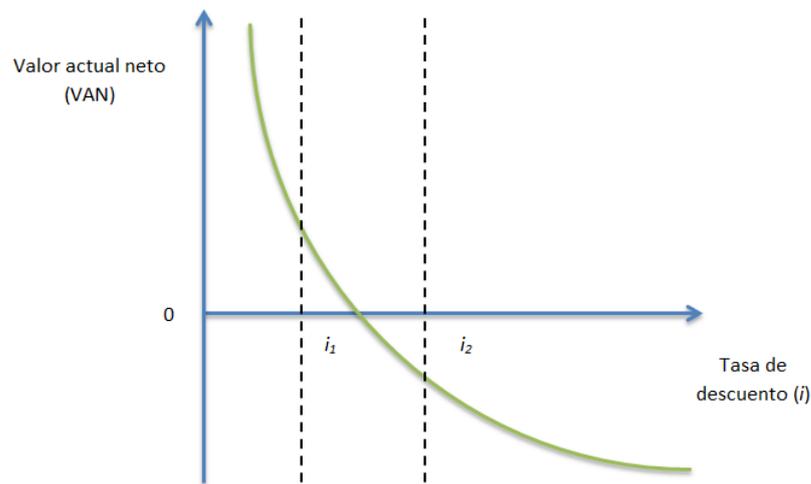
Gráfico III: efectos de una reducción de la tasa de interés en la estructura de producción sin alteración de las preferencias intertemporales. Fuente: Garrison (2002, p.69)

Al tipo de interés artificialmente bajo,  $i'$ , las decisiones de consumo e inversión se ven alteradas, moviéndose el punto efectivo de la economía dentro de la frontera de posibilidades de producción hacia abajo y la derecha. El efecto en el mercado de crédito es un desplazamiento de la curva de oferta de fondos prestables hacia la derecha, mostrado por la nueva curva  $S + \Delta M_c$ . A este fenómeno se lo denomina ahorro forzado (*forced savings*), dado que implica un aumento del mismo sin una correspondiente variación en las preferencias de los actores económicos. En otras palabras, aumenta la inversión en las etapas más alejadas del consumo, sin un respaldo en el ahorro.

Esta distorsión de origen nominal tendrá, como ya se mencionó, efectos sobre la estructura de producción en su conjunto. Tipos de interés más bajos aumentarán la inversión en las etapas iniciales de producción. Este fenómeno se puede ilustrar mejor desde el conocido indicador de rentabilidad VAN (valor actual neto), representado por la ecuación:

$$VAN = FF_0 + \frac{FF_1}{(1+i)} + \frac{FF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FF_n}{(1+i)^n}$$

Entendiendo que los proyectos de inversión se evalúan de acuerdo a su rentabilidad, medida como los flujos futuros de fondos descontados a una tasa de actualización, una disminución de ésta hará que proyectos con flujos de fondos más lejanos en el tiempo se vuelvan relativamente más rentables (López Dumrauf, 2003). Gráficamente,



*Gráfico IV: efectos de una reducción en el interés sobre la inversión desde la perspectiva de su rentabilidad. Fuente: elaboración propia*

La consecuencia de la expansión artificial del crédito y por lo tanto del interés es, por lo tanto, un aumento de la inversión en las etapas iniciales de producción dado que proyectos que en condiciones normales no son rentables se convierten en tales a la nueva tasa de descuento. Visto desde el triángulo hayekiano, esto implica que aumentará la cantidad de recursos y capital aplicados a las primeras etapas de producción, alargando su duración.

Dichas conclusiones son debatidas empíricamente y no existe un consenso respecto a la elasticidad empírica de la inversión respecto al interés, con estimaciones publicadas que varían entre cero a dos negativo. Chrinko, Fazzari y Meyer (1999) encontraron con una gran base de datos de panel que la elasticidad de la inversión respecto al costo del usuario es -0.25. Estimaciones de Hassett y Hubbard (1996) a partir de reformas fiscales



La explicación se amplía aún más desde el punto de vista del ingreso de los factores. Dado que la expansión del crédito “crea” recursos que en última instancia se convierten en inversión, estos generan a su vez ingresos a los poseedores de los mismos; estos se gastarán en consumo dadas las preferencias intertemporales originales.

### 2.2.3 Efectos simultáneos

Combinando los dos efectos -malinversión y sobreconsumo- se llega al patrón final que la teoría austríaca de ciclos prevé: una ampliación ficticia de recursos tanto en las etapas iniciales de producción como en las últimas y por lo tanto un aumento de los precios de los bienes de capital y de consumo. El resultado es la generación de una frontera de posibilidades de producción nueva que muestra la producción posible a las condiciones crediticias expansivas sostenidas.

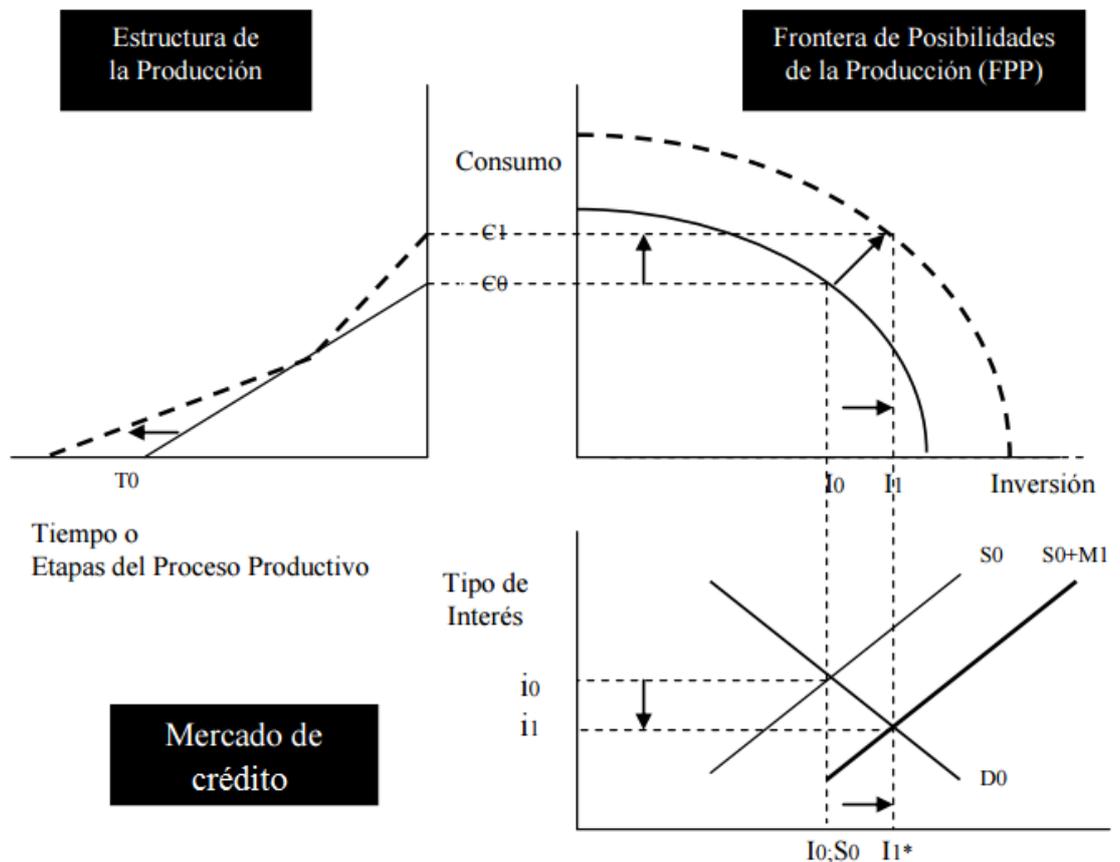


Gráfico VI: mercado de crédito, frontera de posibilidades de producción y estructura de producción durante las expansiones. Fuente: Ravier (2010, p. 5)

El capital posee una característica fundamental: debe pasar *tiempo* desde que se inmovilizan recursos en forma de inversión y se generan bienes de consumo que los remuneran. Las alteraciones temporales a corto plazo de las variables monetarias generan distorsiones en la inversión que sólo se terminan manifestando en un futuro no inmediato. La teoría austríaca de los ciclos económicos predice un movimiento determinado de tanto el consumo como la inversión a lo largo de los mismos.

## 2.4 Críticas a la teoría austríaca: el pleno empleo

Muchos economistas, en especial keynesianos, se han mostrado críticos con la teoría austríaca de ciclos dado que consideran que la predicción de malinversión y los posteriores ajustes inflacionarios sólo puede darse si la economía se encuentra inicialmente en una situación de pleno empleo (Krugman, 2010).

¿Pueden las políticas crediticias expansivas poner fin a una situación de empleo de recursos inferior al pleno? Adrián Ravier (2010) expone en “*Replanteando el debate entre Keynes y Hayek: un aporte desde la macroeconomía del capital*” un modelo de Garrison partiendo de un punto de subutilización de recursos. Partiendo de un triángulo hayekiano que representa una combinación de consumo e inversión menores a la frontera de posibilidades de producción, Ravier postula que una política monetaria expansiva sólo logrará recrear el *boom* que llevó al resultado subóptimo en primer lugar. La consecuencia natural de dicha política será, dado el modelo, hacer llegar el *bust* que llevará a la economía de nuevo a un estadio con incluso mayor desempleo que el original.

Gráficamente y partiendo del punto  $(C_0, I_0)$ , la política crediticia expansiva ampliará los recursos en ambos extremos de la estructura de producción llevando a la economía a  $(C_1, I_1)$ , mediante el mismo mecanismo explicado previamente. Sin embargo, colapsará al triángulo hacia un estadio menor cuando se restablezca el equilibrio de mercado de crédito (ver Gráfico VII). La única opción sustentable para el mercado de crédito, bajo el modelo de Ravier, es aquella que es consistente con las preferencias intertemporales de los agentes.

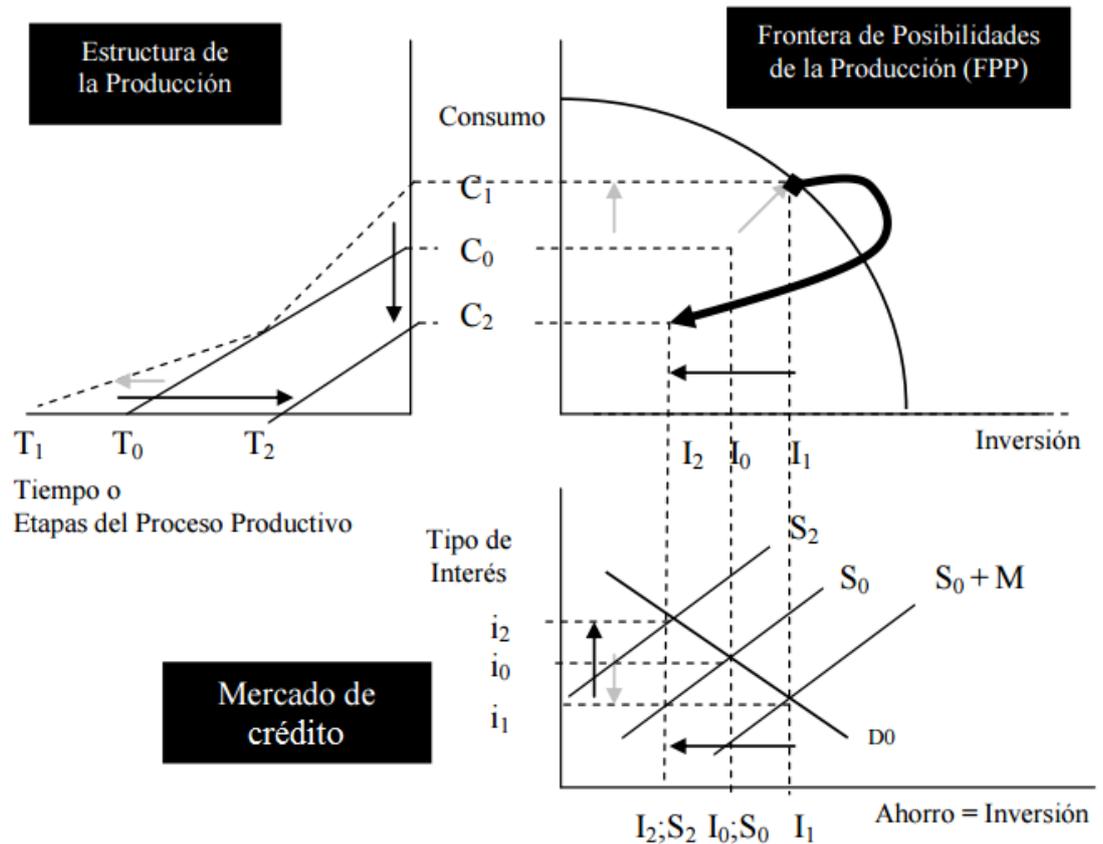


Gráfico VII: política crediticia expansiva desde un punto con desempleo de recursos.

Fuente: Ravier (2010, p. 6)

Las implicancias del modelo de Ravier son debatidas. De dicho modelo se deduce una curva de Phillips no de pendiente negativa ni de -según el monetarismo- pendiente vertical, sino de pendiente de hecho *positiva* (Ravier, 2010). Dicho fenómeno es cuestionable desde lo empírico: diversas estimaciones desde el nuevo keynesianismo son consistentes con una curva de pendiente negativa (Gali, Gertler y Salido, 2005). Otras estimaciones, sobre todo para el período desde la década de los 70 hasta la actualidad, reflejan una pendiente positiva (Russell y Banerjee, 2008).

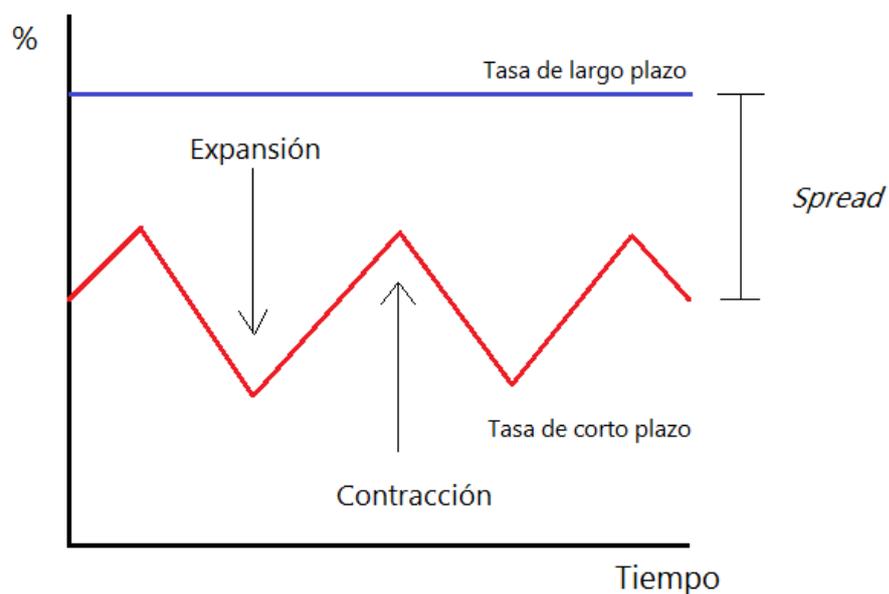
## 2.5 Evidencia empírica

Los avances y estudios empíricos de la escuela austríaca de economía respecto a los ciclos se han visto fuertemente limitados hasta las décadas recientes. Esto se debe, quizás, al rechazo generalizado que los autores austríacos mostraban -y algunos siguen mostrando- hacia los métodos estadísticos; en palabras de Mises, “la historia, que

*incluye estadísticas económicas descriptivas, no puede enseñarnos ningún principio, regla o ley general*” (White, 1984). En las últimas décadas, sin embargo, se han producido estudios amplios sobre la validez empírica de la teoría austríaca de ciclos y el empleo de la econometría es cada vez mayor.

La primera dificultad para un estudio empírico es la medición de la distorsión monetaria causada por la expansión del crédito. Diversos estudios utilizan como *proxy* la diferencia entre tasas de interés a largo y a corto plazo, generalmente mediante las tasas de bonos del Tesoro a 3 meses y 10 años (Keeler, 2001; Bjørnskov, 2011). Las razones para hacer esto surgen de la discrepancia entre la dinámica de ambas tasas.

Las tasas de corto plazo, ajustadas por inflación, generalmente muestran valores positivos y negativos. Ben Bernanke (1990) muestra que las tasas de corto plazo son en general explicadas por la política monetaria y el riesgo de default presentes; incluso, la pendiente de la curva de rendimientos muestra la mayor correlación con la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero con un coeficiente de 0.55. Las tasas de interés de largo plazo, sin embargo, son considerablemente estables tanto nominal como realmente y no existe evidencia de que éstas respondan a la política monetaria (Keeler, 2001). Por lo tanto, la diferencia (*spread*) entre tasas de corto y largo plazo será un buen indicador de la “expansividad” de la política monetaria.



*Gráfico VIII: estructura de plazos de tasa de interés y política monetaria. Fuente: elaboración propia*

Carilli, Dempster y Rasmussen (2008) (ver abajo) critican esta metodología. Dichos autores utilizan el ratio consumo-inversión como proxy basándose en el análisis de Murray Rothbard de la relación entre dicho ratio y las preferencias intertemporales (Rothbard, 1993).

Entre los principales estudios empíricos realizados se encuentran los siguientes.

1. En uno de los primeros estudios econométricos de la teoría austríaca de ciclos, Wainhouse (1984) identificó nueve hipótesis hayekianas, seis de las cuales fueron analizadas mediante tests de causalidad de Granger con datos de Estados Unidos desde enero de 1959 a junio de 1981. Dichos tests identificaron una serie de eventos empezando en shocks monetarios y llevando a cambios en el interés y la actividad económica. Usando distintas definiciones de ahorro, crédito, tasas de interés y bienes de producción el autor identificó distintos “casos”. Los tests de Granger mostraron p-valores que rechazan la hipótesis nula<sup>4</sup> en la vasta mayoría de los “casos”.

Le Roux y Levin (1998) replicaron el análisis de Wainhouse en la economía sudafricana para los años 1980-1996, llegando a las mismas conclusiones.

2. Keeler (2001) estimó un modelo de corrección de errores (ECM) de las tasas de interés a corto plazo respecto a las de largo plazo, con el ingreso nacional siendo un elemento significativo de ajuste para los ocho ciclos de posguerra en Estados Unidos estudiados (1950:1-1991:1).
3. Bjørnskov (2011) estimó un modelo de regresión con cuatro variables: el ratio de PBI real respecto al PBI natural (ver sección 3), el ratio de gastos de consumo respecto a inversión, el ratio de índice de precios al consumidor respecto al índice de precios al productor, y el *spread* de tasas de interés a corto y largo

---

<sup>4</sup> Partiendo de una ecuación  $y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + \dots + a_m y_{t-m} + b_p x_{t-p} + \dots + b_q x_{t-q} + \varepsilon_t$ , se testea mediante un estadístico F la hipótesis nula de que los coeficientes b (de los rezagos de x) son conjuntamente cero; en otras palabras, que valores previos de x no influyen en y para cualquier tiempo t.

plazo. Utilizando un panel de datos para Dinamarca, Suecia y Noruega desde el primer cuatrimestre de 1981 al último de 2010, el autor encuentra que todas las variables son significativas y consistentes con la teoría austríaca de ciclos excepto las variaciones en precios relativos de consumo e inversión.

4. Carilli, Dempster y Rasmussen (2008), del Sydney College y University of Pennsylvania, continuaron el análisis de Keeler (2001), criticando su uso de *spread* temporal de tasas de interés sin considerar si eran causados o no por las autoridades monetarias. En primer lugar, realizaron tests de causalidad de Granger entre las tasas establecidas por los bancos centrales en Japón y Estados Unidos (*discount rate* y *Fed funds rate*) y el *spread* de tasas de corto y largo plazo, y luego de éste sobre el PBI. En los cuatro casos los p-valores rechazaron la hipótesis nula.

A continuación estimaron un modelo polinomial de rezagos distribuidos (PDL) entre PBI y *spread* de tasas de interés, encontrando coeficientes positivos en los primeros rezagos y luego negativos, siendo todos ellos significativos. Esto muestra el efecto inicialmente expansivo pero posteriormente contractivo de la inflación monetaria, al estilo de Ravier (2010).

5. Ahrend, Cournède y Price (2008) estimaron una relación entre la suma de las desviaciones de la tasa de interés de corto plazo respecto a la regla de Taylor (ver 3.1) y el crecimiento de la inversión inmobiliaria como porcentaje del producto bruto interno en 2001-2006 para países de la OECD. Encontraron una correlación muy fuerte entre ambas variables para ese período de tiempo. Sin embargo, la evidencia sugiere que las desviaciones respecto a la regla no modificaron sustancialmente los mercados bursátiles, mostrando quizás la dependencia internacional de los mismos.

### 3. La Gran Recesión: 2007-2008

La reciente crisis financiera, comúnmente denominada *subprime* debido a las hipotecas que llevan dicho nombre, y su posterior recesión mundial es el fenómeno cíclico económicamente más fuerte desde la Gran Depresión comenzada en 1929 (FMI, 2009). Según el National Bureau of Economic Research, organismo que delimita oficialmente los ciclos en los Estados Unidos, la recesión comenzó en el cuarto trimestre de 2007 y terminó en el segundo trimestre de 2009 (NBER, 2016)<sup>5</sup>.

Axel Leijonhufvud (2008), economista de corte post-keynesiano (citado en la sección 1), sugirió que la crisis *subprime* se ajusta a la teoría austríaca de ciclos:

*“El proceso que llevó a la crisis financiera americana actual tuvo el tipo de cambio del dólar sostenido por bancos centrales extranjeros exportando capital hacia los Estados Unidos. Este flujo positivo de capital no fue siquiera disuadido por la política de tasas de interés extremadamente bajas de la Reserva Federal. La elasticidad-precio de las exportaciones de los países que previnieron la apreciación de sus propias monedas en ese sentido mantuvieron a los precios de bienes de consumo americanos sin subir. Operando un régimen de tasas de interés con metas de inflación, la Reserva Federal se vio atraída hacia mantener las tasas demasiado bajas por demasiado tiempo. El resultado fue una inflación de precios de activos combinada con un deterioro general de la calidad del crédito. Esto, por supuesto, no es una historia keynesiana. Es más bien una variación del patrón austríaco de sobreinversión<sup>6</sup>”*

Existe una gran controversia respecto tanto a las causas de la recesión como a la política económica contemporánea y posterior a la misma. A continuación se revisarán los orígenes de la burbuja de hipotecas *subprime* que dio origen a la Gran Recesión de acuerdo a la teoría austríaca.

---

<sup>5</sup> El National Bureau of Economic Research no define a las recesiones bajo su concepto habitual de dos trimestres (seis meses) continuados de contracción del PBI real, sino bajo la definición dada en la sección 1 de esta tesis. Según su última publicación el 20/09/2010, el organismo se basa en estadísticas de no sólo PBI real sino también empleo, producción industrial y ventas comerciales (<http://www.nber.org/cycles/sept2010.html>).

<sup>6</sup> Si bien la teoría austríaca es definida como de *malinversión* y sobreconsumo, la conclusión de Leijonhufvud no se ve alterada.

### 3.1 El origen de la burbuja: la política monetaria

Los orígenes de la Gran Recesión se generaron, según diversos autores, con la respuesta de política monetaria que la Reserva Federal llevó a cabo luego de la explosión de la burbuja *dot-com*; algunos autores, como Ravier y Lewin (2012), incluso lo atribuyen a la política monetaria de los años 80 y 90. Concentrándose sólo en los finales de los noventa y principios de milenio, sin embargo, se puede atribuir una gran porción de expansionismo crediticio a la Reserva Federal.

Dicho organismo, dirigido entonces por Alan Greenspan, comenzó una política de bajas tasas de interés luego de la recesión de 2001 que sucedió a la burbuja *dot-com*<sup>7</sup>. La *Fed funds rate*, o la tasa objetivo de préstamos interbancarios establecida por la Reserva Federal, fue recortada de 6.75% a un nivel sin precedentes de sólo 1.75%, e incluso 1% a mediados de 2003. Estos niveles eran *negativos* en términos reales; en otras palabras, inferiores a la inflación (White, 2009).

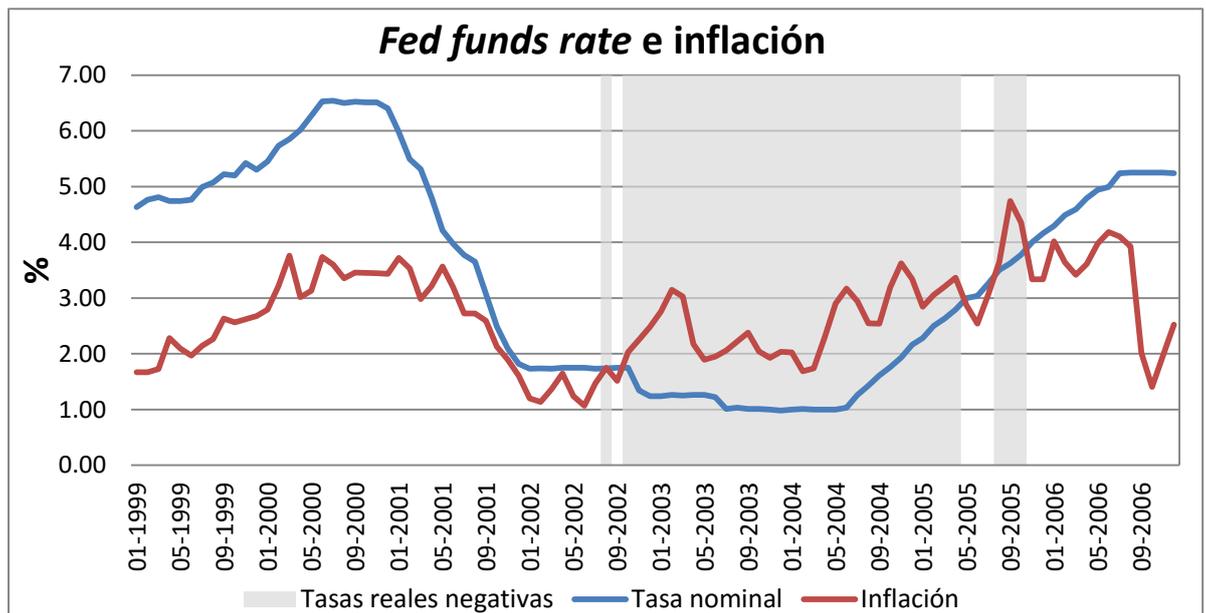


Gráfico IX: tasas efectivas interbancarias (*Fed funds rate*) e inflación. Fuente: FRED (*Federal Reserve Economic Data*)

<sup>7</sup> Existen diversos estudios respecto al origen de la burbuja *dot-com*, del mismo modo que se hizo con la burbuja *subprime* presentemente descrita, tales como Callahan y Garrison (2003).

¿Fue excesivamente expansiva la política monetaria de la Reserva Federal? Ravier y Lewin (2012) comparan la tasa efectiva interbancaria de la Fed con la que propondrían tres reglas monetarias habituales:

- En primer lugar, la **regla monetaria de Hayek** implica una tasa que mantiene constante el ingreso nominal, o  $MV$  en términos de la teoría cuantitativa de dinero. Bajo este criterio, los grandes aumentos de productividad de los 90 deberían haberse manifestado al mismo tiempo en forma de caída de precios. La Reserva Federal no siguió este criterio, dado el crecimiento del ingreso nominal a lo largo de la década de los 2000.
- En segundo lugar, la **regla monetaria de Friedman**, que recomienda ampliar la cantidad de dinero en una tasa baja constante. La Reserva Federal no siguió esta regla, dado el ritmo de expansión monetaria medido en M2 entre 1999 y 2006, que alcanzó picos de más de 10% en 2001:

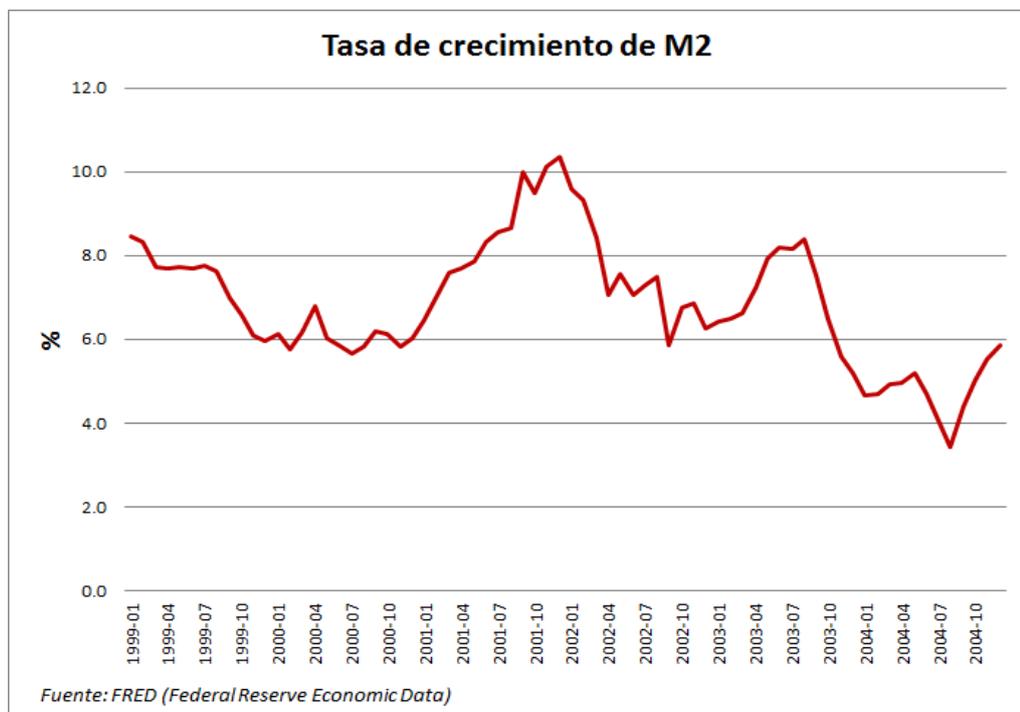


Gráfico X: tasa de crecimiento de M2 entre 1999 y 2004. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

- En último lugar, la **regla de Taylor**, que es la regla más utilizada por las autoridades monetarias. Dicha regla, propuesta por John B. Taylor en su famoso paper *Discretion versus policy rules in practice* (1993), se resume en la siguiente ecuación:

$$r = p + r^* + 0.5 (PBI_{actual} - PBI_{potencial}) + 0.5 (P_{actual} - P_{objetivo})$$

donde  $r$  es la tasa de interés de corto plazo (*Fed funds rate*),  $p$  la inflación en el último año,  $r^*$  la tasa real de equilibrio a largo plazo,  $PBI_{actual} - PBI_{potencial}$  la desviación del PBI real respecto al potencial, y  $P_{actual} - P_{objetivo}$  la desviación de la inflación en el último año respecto a la meta inflacionaria de la autoridad monetaria.

Las tasas de interés predichas por la regla de Taylor fueron inferiores a las que realmente sucedieron en la práctica, mostrando el exceso de expansividad monetaria; la regla predijo una tasa entre 1% y 3% más alta que la que estableció la Reserva Federal entre 2001 y 2006.

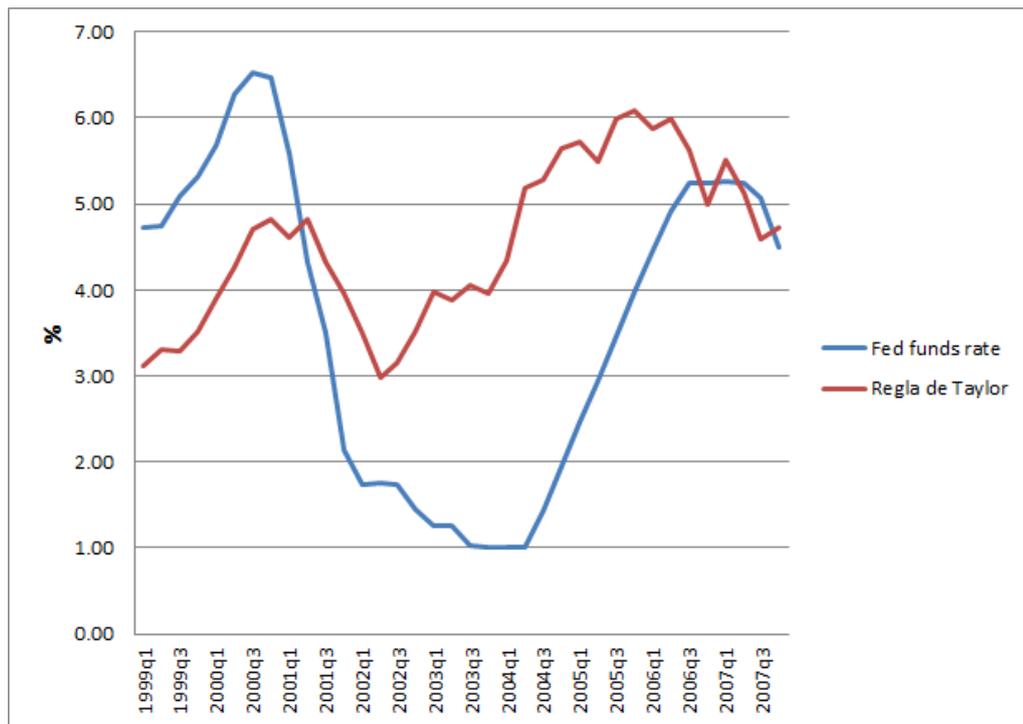


Gráfico XI: Fed funds rate y la regla de Taylor. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

### 3.2 *Global savings glut: ¿exceso de ahorro global?*

Ben Bernanke, director de la Reserva Federal entre 2006 y 2014, defendió la política monetaria de dicha institución en reiteradas ocasiones. En diversos discursos y artículos, empezando en 2005, Bernanke postula la teoría del exceso de ahorro mundial (*global savings glut*) para explicar las burbujas financieras que experimentaron las economías desarrolladas a principios de siglo XXI. Dicha teoría explica el aumento en los precios de los activos tanto inmobiliarios como financieros en los Estados Unidos a partir de una anormalmente alta tasa de ahorro en el mundo que genera una reducción en la tasa de interés global. En palabras de Bernanke,

*“¿Por qué Estados Unidos, con la economía más grande del mundo, recibe fuertemente flujos de los mercados de capital internacionales y no emite, como sería más natural? ¿Qué implicancias tiene el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos y nuestra consecuente dependencia del crédito extranjero en el desempeño económico de los Estados Unidos y nuestros aliados comerciales? [...] Aunque la política doméstica seguramente ha cumplido un rol, argumentaré que una explicación satisfactoria de la reciente crecida en el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos requiere una perspectiva global que tome en cuenta eventos afuera de los Estados Unidos. Para ser más específico, argumentaré que en la década pasada diversas fuerzas han creado un aumento significativo del ahorro global -un exceso de ahorro global- que explica tanto el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos como el nivel relativamente bajo de tasas de interés a largo plazo...”* (Bernanke, 2005)

En *Credit expansion, crisis and the myth of the savings glut* (2009), George Reisman analiza dicha teoría y la critica a partir de diversos datos. En primer lugar, si hubiera un exceso de ahorro en los países en desarrollo, se debería haber manifestado una reducción relativa del consumo respecto a éste; no existe evidencia de esto. En segundo lugar, un aumento del ahorro implicaría un *aumento* en la oferta de bienes de capital y precios relativos más bajos para el capital y la tierra, lo que es inconsistente con la burbuja financiera que ocurrió, donde los precios de estos bienes subieron. Tercero, en un argumento sólido Reisman afirma:

“Si de alguna manera el ahorro fuera responsable de la burbuja inmobiliaria, ¿por qué colapsó repentinamente? ¿Por qué el público rápidamente dejó de ahorrar y de hacer disponibles fondos para la compra de casas? Por supuesto, la explicación es que la burbuja no dependía del ahorro sino de la creación de crédito y su aceleración, y que cuando terminó la capacidad de crear un crédito suficientemente mayor, los apoyos de la burbuja fueron removidos y ésta colapsó” (Reisman, 2009)

En cuarto lugar, Reisman afirma que la burbuja siendo creada por un exceso de ahorro global es incompatible con el hecho de que bancos y empresas norteamericanas registren una gran *falta* de capital, patrón predicho por la tesis de malinversión y sobreconsumo de Hayek y Mises.

John B. Taylor (2008), el mismo autor de la regla de Taylor, criticó también a la idea del exceso de ahorro global. Según muestran las estadísticas, las tasas de ahorro mundiales caen desde la década de los 70, y son consistentemente menores a la demanda de inversión.

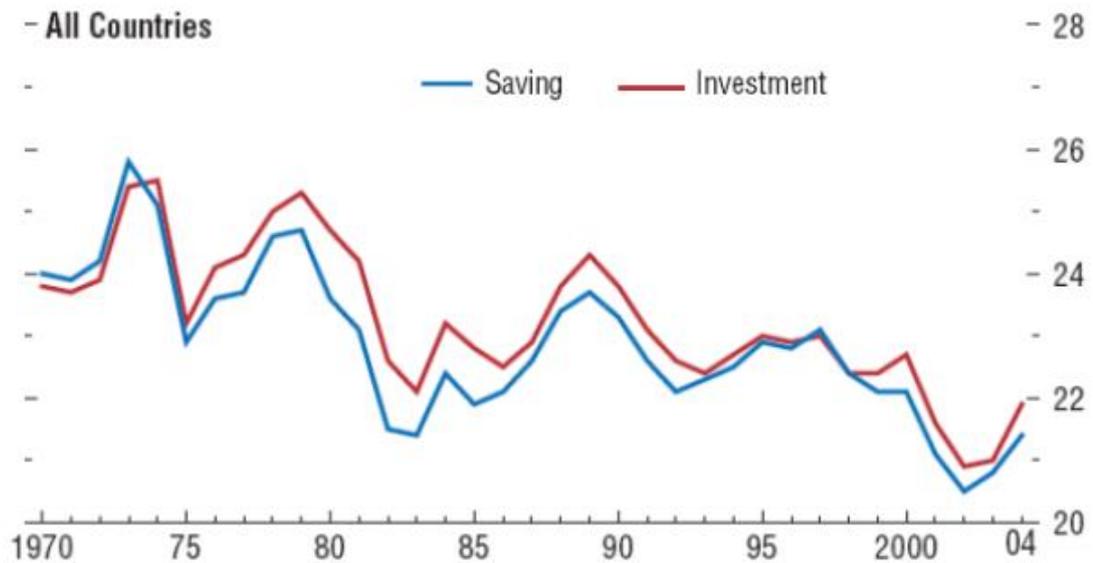


Gráfico XII: ahorro e inversión global como porcentaje del PBI mundial. Fuente: FMI (2005) en Taylor (2008, p. 4)

Taylor (*op. cit.*) también refuta la idea de un exceso de ahorro global a partir de las cuentas internacionales: si bien admite que el resto del mundo tuvo un superávit de

ahorro por encima de la inversión, muestra que Estados Unidos estaba ahorrando menos de lo que invertía en ese período. En otras palabras, tenía un déficit de cuenta corriente. Por lo tanto, el balance positivo de ahorro en el resto del mundo fue compensado por un balance negativo de ahorro en los Estados Unidos: “*no se debería esperar un impacto mayor en las tasas de interés mundiales. Como implica la contabilidad nacional a nivel mundial, no existe una brecha global entre ahorro e inversión*” (Taylor, 2008, p. 4-5)

Esto confirma, además, el aspecto del sobreconsumo en la teoría de ciclos de Hayek-Mises: tasas de interés muy bajas con expansión de la inversión se dieron simultáneamente a una falta de ahorro que fue compensada por el resto del mundo.

### **3.3 Las hipotecas *subprime* y la burbuja. Fannie Mae y Freddie Mac**

Dada la política expansiva de los bancos centrales, la burbuja inmobiliaria no tardó en montarse. Las bajas tasas de interés permitieron al sector financiero derivar grandes masas de inversiones al sector inmobiliario, empujando fuertemente su demanda y subiendo los precios en una proporción mayor a la inflación general del índice de precios al consumidor. Entre 2002 y 2006, los precios inmobiliarios subieron un 40% (Ravier y Lewin, 2012), mientras que los precios al consumidor en general aumentaron sólo 5%<sup>8</sup>.

Distintos factores, tanto de política regulatoria financiera como leyes y políticas de vivienda, condujeron a un uso masivo y cada vez mayor de las hipotecas conocidas como *subprime*. Dichas hipotecas consisten en un tipo de préstamo a deudores con un alto riesgo de impago, caracterizadas por una alta tasa de interés, calidad pobre de bienes colaterales, y términos menos favorables (Sengupta, 2008).

Un principal factor de la burbuja inmobiliaria fue la *securitización* o conversión de grupos de hipotecas en un bono comerciable en el mercado, conocidos como *mortgage-backed securities* (MBS). Dicha política fue comenzada por bancos gubernamentales a principios de los 70, especialmente por los renombrados Fannie Mae y Freddie Mac. Estos bancos fueron creados en 1938 y 1970, respectivamente, con el objetivo de

---

<sup>8</sup> Según el *Bureau of Labor Statistics* ([www.bls.gov](http://www.bls.gov)).

comprar hipotecas y titularizarlas en MBS, inyectando así liquidez en el mercado hipotecario.

¿Por qué la burbuja se formó en el sector inmobiliario y no en otros?<sup>9</sup> Ravier y Lewin (2012) apuntan que un aspecto fundamental de la crisis fue la presión política sobre estos bancos para aumentar el financiamiento a la vivienda. Según explica Roberts (2008), “*en el año 1996, el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano requería que el 12% de las compras de hipotecas de Fannie [Mae] y Freddie [Mac] fueran préstamos ‘especialmente asequibles’, típicamente a deudores con ingresos menores al 60% de la mediana de su área. Ese número se incrementó a 20% en el año 2000 y 22% en 2005. El objetivo de 2008 era hacerlo 28%. Entre el año 2000 y 2005, Fannie [Mae] y Freddie [Mac] consiguieron esos objetivos cada año, financiando cientos de miles de millones de dólares de préstamos, muchos de ellos subprime y con tasas variables hechos disponibles a deudores que compraron casas aportando menos del 10% del capital*”. En el año 2006, ambos bancos representaban el 40% del mercado de hipotecas *subprime* privadas, empobreciendo la calidad de crédito que éstos compraban (Calabria, 2011).

Taylor (2008) estimó un modelo econométrico de inicios de viviendas privadas respecto a las tasas de interés y comparó los resultados que predecía dicho modelo a las tasas que la Fed estableció y las que establece la regla de Taylor. El resultado es consistente con los datos reales de construcción de viviendas y muestra el *boom* en el sector inmobiliario que fue promovido por la política monetaria laxa de la Reserva Federal:

---

<sup>9</sup> Esta pregunta intentan responder White (2008) y Woods (2009) en sus respectivos libros.

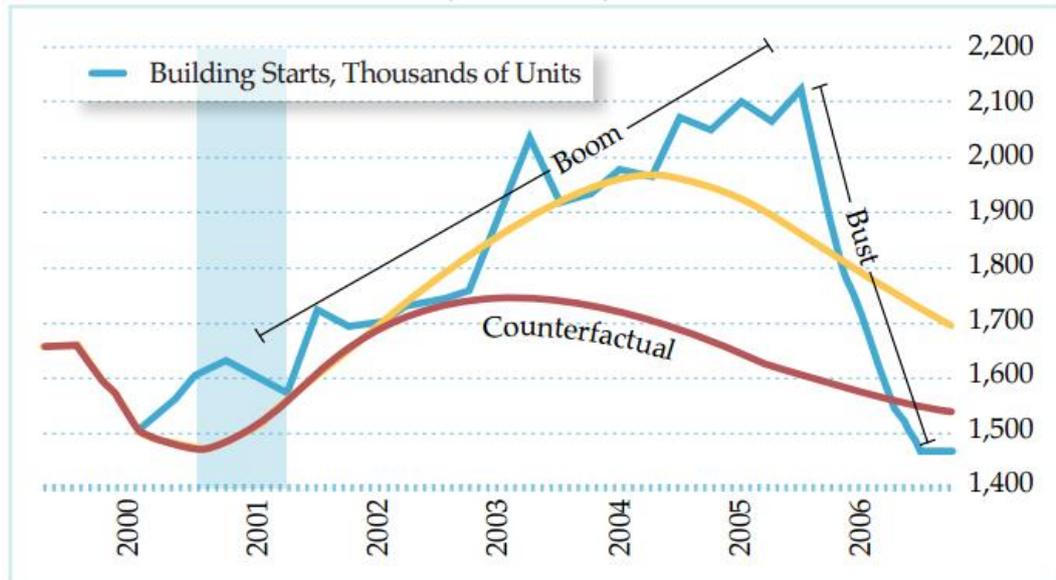


Gráfico XIII: inicios de viviendas y predicción a tasas de interés de regla de Taylor.  
Fuente: Ravier y Lewin (2012, p. 57) de Taylor (2008)

En su paper *Monetary policy, market excesses and financial turmoil*, Ahrend, Cournède y Price (2008) muestran empíricamente la relación entre la desviación de las tasas de interés a corto plazo respecto a la regla de Taylor y los aumentos de precios de los activos, en especial inmobiliarios, no así en los mercados de capital, “probablemente reflejando el hecho de que la política monetaria doméstica es menos importante en los mercados de acciones globalmente integrados” (Ahrend et. al., 2008, p. 5).

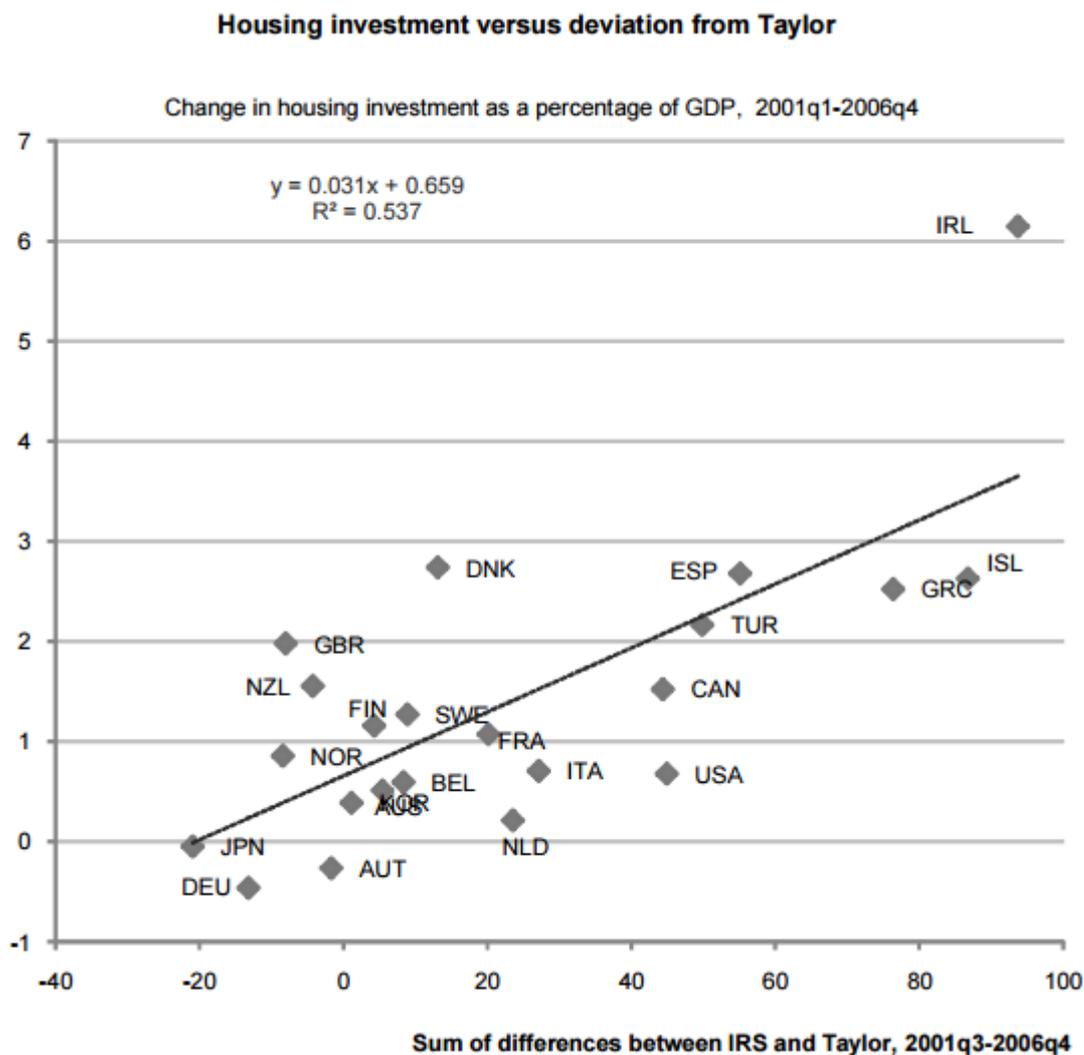


Gráfico XIV: desviación respecto a la regla de Taylor e inversión en viviendas. Fuente: Ahrend, Cournède y Price (2008, p. 19)

### 3.4 La crisis

La burbuja inmobiliaria, mostrada previamente en el notable aumento de inicios de viviendas privadas en los Estados Unidos desde 2001 hasta 2006, comenzó a revertirse a mediados de 2006 y especialmente en 2007. En dicho año hubo pérdidas a lo largo de todo el sistema financiero, causando la quiebra de más de cien prestamistas hipotecarios; ya en febrero HSBC reportó una pérdida de U\$S 10.500 millones debido a su exposición a bonos respaldados por hipotecas *subprime* (MBS).

Para agosto de 2008, el sector financiero mundial había reducido sus activos en U\$S 501.000 millones. En noviembre de 2008 la cifra alcanzó los U\$S 750.000 millones; el FMI estimó pérdidas en el sector financiero de hasta U\$S 1.5 billones debido a las hipotecas *subprime*. En un año y medio, los americanos perdieron en promedio un cuarto de su riqueza entre bienes inmobiliarios y fondos de pensiones, llegando a un total de U\$S 8.3 billones (Altman, 2009).

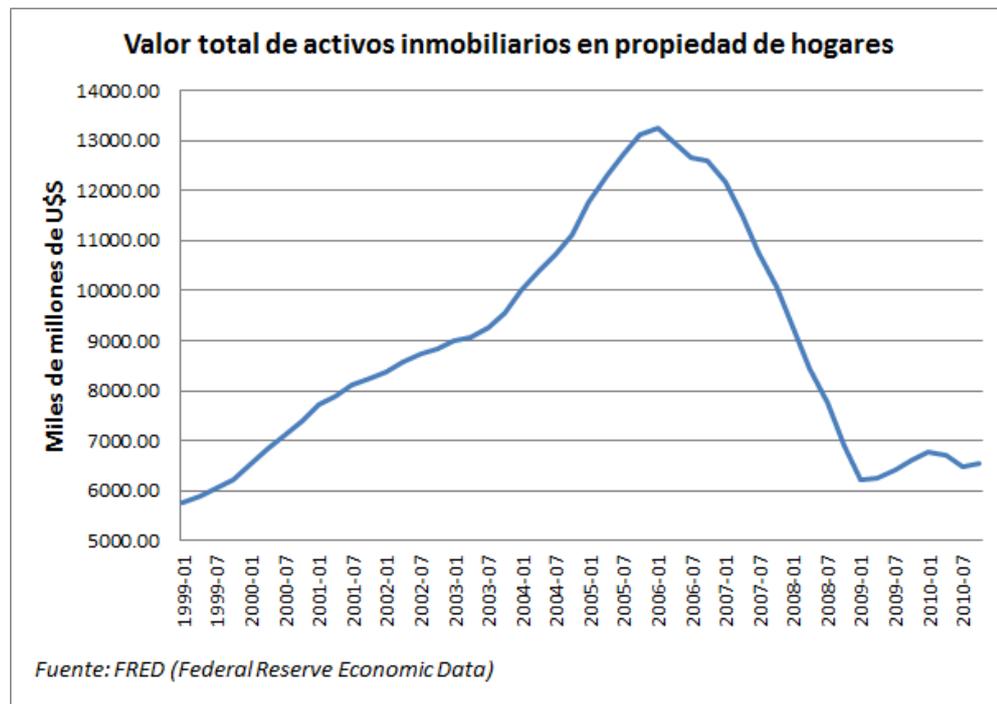


Gráfico XV: valor total de activos inmobiliarios en propiedad de hogares entre 1999 y 2010. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

### 3.4 La respuesta a la crisis

#### 3.4.1 Política monetaria

La Reserva Federal respondió a la caída de la burbuja de activos reduciendo fuertemente el objetivo de tasa de interés interbancaria (*Fed funds rate*), de 5.25% en

julio de 2007 a 0.25% en 2009, volviendo a subir únicamente en 2015 a 0.50% luego de una caída considerable en el desempleo<sup>10</sup>.

Un rasgo fundamental de la crisis es que la Reserva Federal no sólo bajó las tasas de interés sino que además aplicó política monetaria no convencional. En especial, comenzó un programa de *quantitative easing* (flexibilización cuantitativa), que consistió en compras de activos financieros a bancos comerciales, subiendo su precio y bajando sus rendimientos. La Reserva Federal compró bonos del Tesoro y bonos respaldados en hipotecas (MBS), llegando a un récord de U\$S 4.5 billones en octubre de 2014, momento en que se suspendieron las compras de activos:

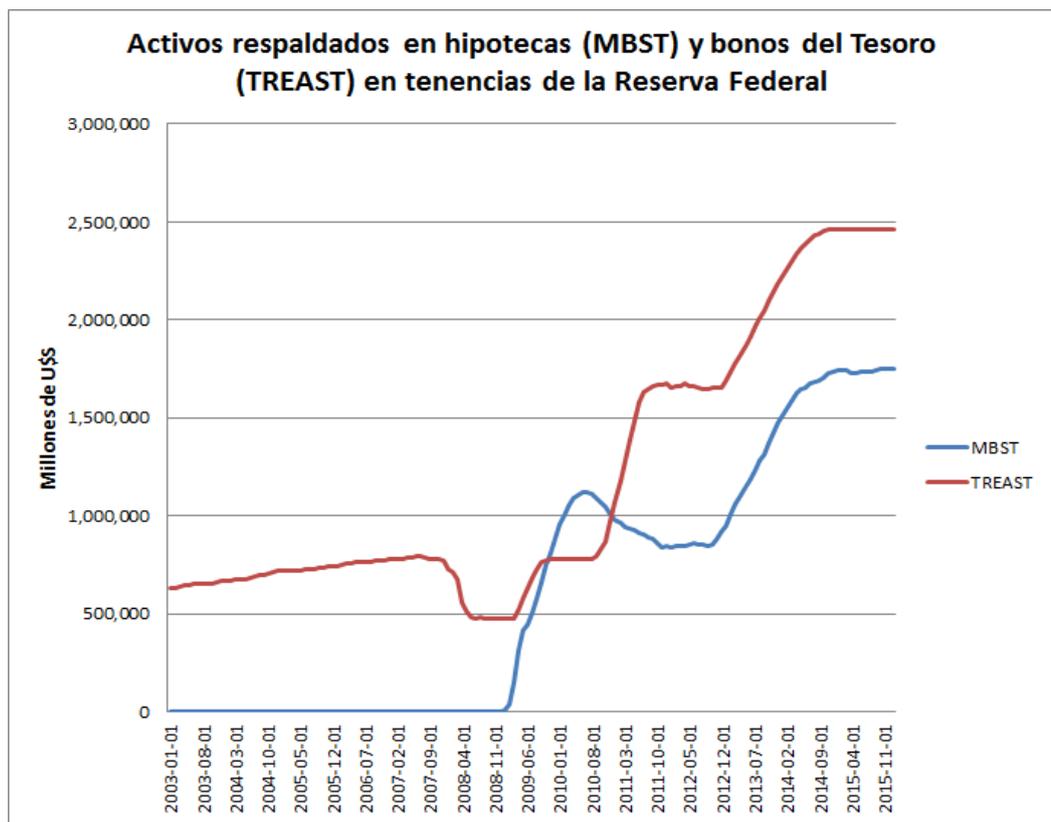


Gráfico XVI: balance de activos respaldados en hipotecas y bonos del Tesoro en la Reserva Federal. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

De este modo, las reservas de los bancos crecieron considerablemente, notándose esta expansión en la base monetaria, que pasó de U\$S 850.000 millones en agosto de 2008 a

<sup>10</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151216a.htm>

U\$S 4 billones en agosto de 2014. M1, sin embargo, no creció al mismo ritmo y el multiplicador monetario para dicha variable cayó debajo de 1.

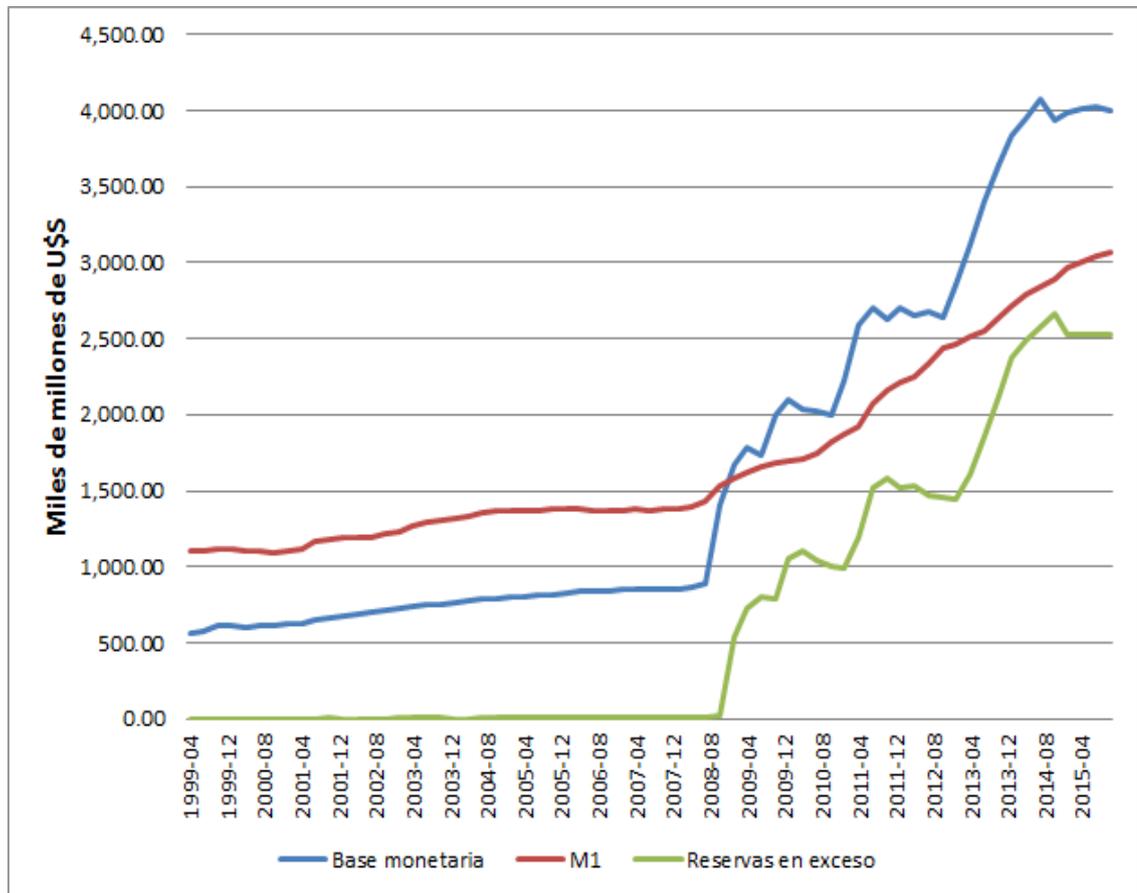


Gráfico XVII: base monetaria, M1 y reservas en exceso. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

La explicación surge por el mecanismo conocido como reservas en exceso (*excess reserves*), definidas como depósitos de reservas bancarias en la Reserva Federal menos las reservas requeridas legalmente por encajes<sup>11</sup>. Los datos muestran que gran parte de la masiva inyección de liquidez realizada por las compras del programa de *quantitative easing* no fueron prestadas por los bancos resultando en una ampliación de la masa monetaria –en agregados como M1–, sino que dichas instituciones financieras hicieron depósitos en la Reserva Federal atraídos por una tasa de interés positiva pagada sobre

<sup>11</sup> <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXCSRESNS#>

los mismos. De esta manera, se produjo una esterilización de la emisión monetaria que evitó una mayor inflación.

Esto no significa que la flexibilización cuantitativa no tenga efectos potencialmente contractivos para la economía estadounidense. En primer lugar, si se considera que toda expansión monetaria genera malinversión y desajustes en la asignación de capital, la política de la Reserva Federal sólo generará otro ciclo de burbuja de crédito tal como lo predice la ampliación del modelo de Garrison por Ravier (2010). Juan Ramón Rallo (2015) explica la postura austríaca respecto a dicha política:

*“Instituir un clima de tipos de interés bajos puede que no relance el nuevo crédito, pero a buen seguro sí ralentizará la velocidad a la que familias y empresas reducen anticipadamente su deuda pasada [...] y fomentará un incremento del precio de los activos financieros vía aumento del múltiplo sobre sus beneficios presentes (como en parte ya ha sucedido en la bolsa estadounidense). Es decir, la reducción de tipos de interés de la flexibilización cuantitativa consolidará un contexto económico de alto endeudamiento y de activos sobrevalorados: lejos de facilitar el reajuste económico — consistente en minorar nuestra deuda y en asignar el capital hacia los proyectos verdaderamente más valiosos— lo dificultará.”*

Otros economistas, como Paul Krugman (2013), argumentaron contra la flexibilización cuantitativa pero por otras razones. El economista argumentó que la excesiva demanda de dinero consistía en la denominada trampa de liquidez en la teoría keynesiana: *“en este punto, Estados Unidos y Japón están en trampas de liquidez: la demanda privada es tan débil que incluso a tasas de interés de corto plazo en cero el gasto cae y es menor al necesario para el pleno empleo”*. Bajo este razonamiento, la política monetaria -tal como el *quantitative easing*- se vuelve inefectiva y se hace necesaria la política fiscal como forma de empujar la demanda agregada.

### **3.4.2 Política fiscal**

En octubre de 2008, el entonces presidente George W. Bush promulgó la ley conocida como TARP (*Troubled Assets Relief Program* o Programa de Rescate de Activos), que permitió al Tesoro de los Estados Unidos gastar U\$S 475.000 millones en compras de

activos (Mishkin, 2008). Dichas compras permitieron a las entidades financieras vender sus activos “tóxicos” (como *mortgage-backed securities*) al Tesoro, recibiendo inyecciones de liquidez a cambio. En términos de la teoría austríaca de ciclos, esto significó que no se reasignó el capital mal invertido sino que se trasladó su costo al Tesoro.

En febrero de 2009, bajo la presidencia de Barack Obama, el Congreso aprobó la ley conocida como *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), un paquete de estímulo U\$S 800.000 millones con destinos tanto de recortes de impuestos como de gastos en infraestructura.

La eficacia de la respuesta fiscal luego de la crisis ha sido fuertemente debatida. Como argumenta John B. Taylor (2013), los paquetes de estímulo consistentes en asignaciones monetarias a individuos y familias no lograron aumentar el gasto de los consumidores. Tal como lo prevé la teoría de consumo del ingreso permanente, el aumento en el ingreso disponible de los hogares no se manifestó en un aumento en el consumo.

Hall (2009) resume la evidencia empírica respecto a la elasticidad del producto bruto interno respecto al gasto público, llegando a un multiplicador de entre 0.7 y 1. Otros análisis del estímulo basados en modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general como Cogan, Cwik, Taylor y Wieland (2009) y Uhlig (2010) encuentran multiplicadores cercanos a 0.6, mientras que Barro y Redlick (2009) estiman econométricamente que dicho coeficiente es 0.7. Estos resultados fueron controversiales y varios estudios basados en modelos del nuevo keynesianismo advirtieron que el multiplicador del gasto público es mayor dadas las tasas de interés cercanas a cero, puesto que incrementa las expectativas de inflación y por lo tanto las tasas de interés real (Auerbach y Gale, 2010). La evidencia respecto a la efectividad de la política fiscal es, por lo tanto, controversial.

Mishkin (2010) considera que la respuesta de política monetaria fue efectiva en prevenir mayores tasas de interés a las efectivas durante el período de recesión y por lo tanto una mayor contracción del gasto; sin embargo, postula que la política fiscal no lo fue, dada la baja reacción de los agregados de consumo e inversión ante la misma.

### 3.5 La salida austríaca de la recesión

Muchos economistas tienden a categorizar a la escuela austríaca como liquidacionista, término que implica la no actuación sobre el mercado de capital en respuesta a la contracción de las burbujas de activos. Quizás el término haya sido acuñado en relación a la Gran Depresión, donde la recomendación de dejar quebrar a los bancos llevó a una espiral deflacionaria. Anna Schwartz definió a la posición como “pasividad ante la deflación” (Parker, 2002).

Lawrence White (2008) criticó esta visión. Basándose en una lectura de Hayek y Robbins, White concluye que la política recomendada por dichos autores austríacos era la estabilización del ingreso nominal. Como muestra Hayek en *Precios y producción*:

*“Mi tesis [...] es que la oferta de dinero debe permanecer constante, excepto por aquéllos incrementos y caídas que sean necesarios para compensar cambios en la velocidad de circulación”* (Hayek, 1931, p. 308)

La política de estabilización del ingreso nominal consiste, como su nombre lo indica, en sostener el lado MV de la ecuación monetarista. No existe, en los escritos de Hayek, una función asignada a la “deflación secundaria”, fenómeno de caída de precios al contraerse la masa monetaria; para ello, las autoridades monetarias deben expandir la cantidad de dinero para contrarrestar la caída en la velocidad del mismo. Dicha expansión monetaria suplirá el exceso de demanda de dinero y eliminará la presión a la baja de los precios.

Como muestra White (2008), Hayek creía que la recesión era un “proceso de liquidación que reestablece el equilibrio”. Sin embargo, el proceso de quiebras empresariales era totalmente secundario, puesto que lo más importante es la reasignación de los procesos de producción:

*“El análisis de la crisis muestra que una vez que un incremento excesivo de la estructura de capital se ha mostrado insostenible y ha llevado a la crisis, la rentabilidad de la producción puede ser restaurada únicamente por cambios considerables en los precios relativos, reducciones de ciertos stocks, y transferencias de medios de producción hacia otros usos. En conexión con estos cambios, la liquidación*

*de empresas en un sentido puramente financiero puede ser inevitable, y su postergación puede probablemente retrasar el proceso de liquidación en el sentido más general; pero esto es un fenómeno separado y especial que en el debate reciente ha sido remarcado excesivamente a expensas de cambios fundamentales en precios y activos [...]” (Hayek, 1931, p.175)*

Cuatro décadas después del inicio de la Gran Depresión, Hayek (1975) se mostró en desacuerdo con las visiones que lo consideraban un deflacionista o liquidacionista:

*“Me preguntas si he cambiado mi opinión respecto a combatir la deflación secundaria. Yo no he cambiado mis visiones teóricas. Como he explicado antes, siempre he pensado que la deflación no posee ninguna función económica; pero una vez creí, y ya no lo hago, que podía ser deseable porque podría quebrar la rigidez de las tasas salariales. Incluso en ese tiempo consideré esta visión como política; no pensaba que la deflación mejorara el proceso de ajuste del mercado”*

¿Cuál es el proceso, entonces, mediante el cual la recesión se agota y la expansión surge? White (2008) considera que las metas de sostener el ingreso nominal aumentando la masa monetaria al mismo tiempo que cae la velocidad de circulación son suficientes para contrarrestar los efectos deflacionarios mientras se deja al mercado reasignar los factores de producción mal invertidos.

Para saber si la expansión monetaria de la salida de la recesión fue mayor a la recomendada por la regla de ingreso nominal constante, se procedió a calcular la cantidad de dinero que, a la velocidad de M1 reportada por la Reserva Federal, hubiera mantenido el término MV constante en el punto del tiempo inmediatamente anterior al comienzo de la recesión; según el NBER, éste fue el cuarto cuatrimestre de 2007. Los resultados muestran que, efectivamente, el aumento en M1 fue mayor a la regla de Hayek:

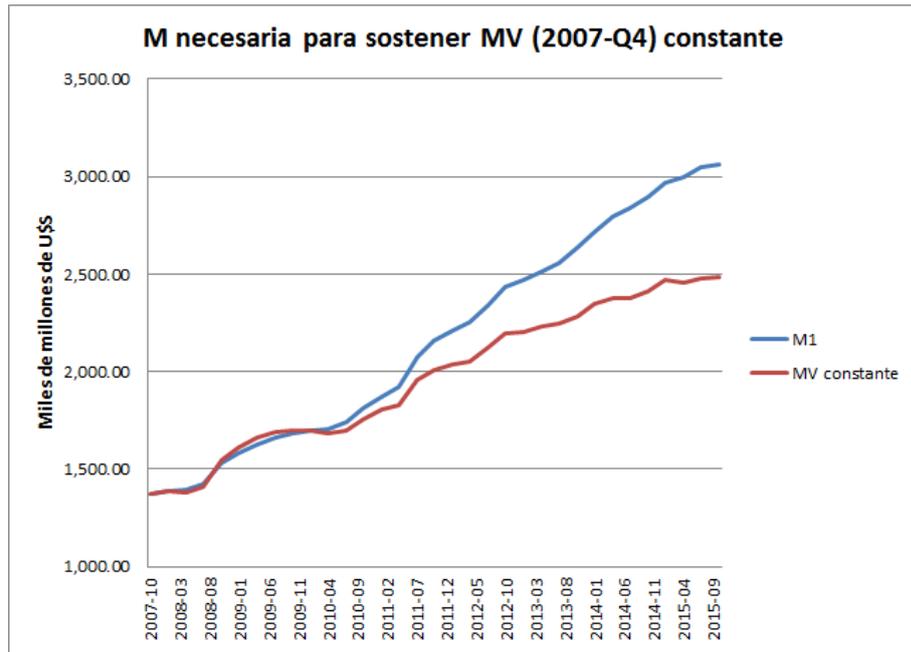


Gráfico XVII: M1 y nivel de M1 bajo el supuesto de ingreso nominal constante. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data), elaboración propia

Incluso, los datos muestran que incluso bajo la regla de Taylor la respuesta de la Reserva Federal ha sido muy expansiva:

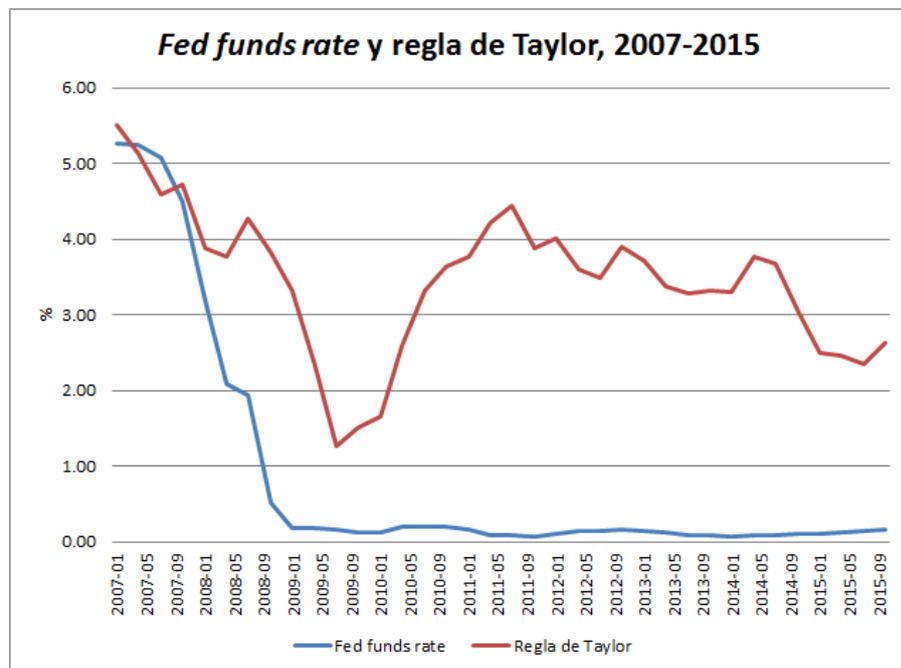


Gráfico XVIII: Fed funds rate y regla de Taylor entre 2007 y 2015. Fuente: FRED (Federal Reserve Economic Data)

¿Es sostenible, por lo tanto, la respuesta ante la crisis? Según la teoría austríaca, no: la política monetaria ha sido demasiado expansiva respecto a lo deseable teóricamente. Aún si ha evitado la deflación secundaria, como lo prescribe la teoría hayekiana, lo ha hecho aumentando en cantidades considerables la cantidad de dinero, generando subidas en los precios de los activos.

Los mercados financieros han vuelto a tocar máximos históricos, como lo muestran los indicadores como S&P 500<sup>12</sup>; la recuperación de la economía real ha sido a su vez moderadamente sólida. Si bien el desempleo ha disminuido a 4.9% en enero de 2016<sup>13</sup>, hay varios signos de que la economía estadounidense continúa siendo muy sensible a la política monetaria, como lo muestra la volatilidad de los mercados ante los aumentos de la *Fed funds rate*.

La inflación, hasta ahora, ha sido baja en los Estados Unidos debido al exceso de reservas bancarias en la Reserva Federal, que no han sido otorgadas en crédito en la economía real; sin embargo, como advierten Ravier y Lewin (2012), ante un aumento en la demanda de préstamos la expansión monetaria podría ser contraproducente en términos inflacionarios a menos que la Reserva Federal logre reducir los balances de dinero. Actualmente, dicho organismo paga interés sobre las reservas depositadas en la Reserva Federal, estimulando la esterilización de la expansión monetaria. Sin embargo, las compras de bonos del Tesoro a largo plazo por parte de la Reserva ha causado debate respecto a su voluntad de solventar el gasto fiscal monetizando la deuda gubernamental, política que podría disparar las expectativas inflacionarias (Mishkin, 2010).

Mishkin (2010) advierte también sobre los efectos de la política monetaria reciente. La acción de los bancos centrales expande sus hojas de balance; éste ha sido el caso en la última crisis, donde la Reserva Federal ha aumentado sus activos de U\$S 900.000 millones en agosto de 2008 a U\$S 4.5 billones en febrero de 2016<sup>14</sup>. Esta expansión es

---

<sup>12</sup> <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500>

<sup>13</sup> <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE>

<sup>14</sup>

<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WALCL><https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WALCL>

usualmente fácil de revertir. Dado que las inyecciones de liquidez se hacen en forma de préstamos a tasas más altas que las de un mercado en condiciones normales, los bancos dejan de ver atractivos estos préstamos líquidos a medida que se recupera dicho escenario. En última instancia, por lo tanto, las expansiones monetarias se revierten pasadas las crisis de liquidez.

El caso de las hipotecas *subprime*, sin embargo, no representa un activo que se “auto-liquida” en ese sentido. Más de U\$S 1 billón de hipotecas *subprime* en posesión de la Reserva Federal tienen una madurez de más de diez años (Mishkin, 2010). La consecuencia de esto es que la Reserva Federal se verá expuesta a tanto el riesgo crediticio natural de las hipotecas como de la tasa de interés, que mueve el valor de dichos activos. Las experiencias de ventas de hipotecas *subprime* de la Reserva no han sido problemáticas, aunque su volumen todavía no permite hacer un veredicto respecto a la influencia en el mercado hipotecario y las tasas de interés del mismo.

## 4. Conclusión

Para evaluar la consistencia de la teoría austríaca de ciclos económicos con el ciclo 2002-2007 se ha mostrado el modelo de Garrison como paradigma de la misma, y posteriormente se ha analizado la política monetaria a principios de milenio como el posible origen del patrón de *boom* observado. Los objetivos de tasas de interés comparados con diversas reglas y la expansión monetaria generada a la salida de la crisis *dot-com*, sumadas a distorsiones generadas por la política gubernamental de vivienda, parecen explicar la dinámica de las hipotecas *subprime*. La inconsistencia de esta política con las verdaderas preferencias de ahorro-consumo, como lo predice el modelo de Garrison, ha terminado en la recesión experimentada entre 2007 y 2009.

Un análisis de la política monetaria y fiscal como respuesta a la Gran Recesión muestra que la primera ha sido expansiva con tasas muy cercanas a cero y la segunda ha tenido una efectividad muy limitada. Los programas de flexibilización cuantitativa y compra de activos de la Reserva Federal han sido efectivos en prevenir una mayor depresión pero originan dudas respecto a su sustentabilidad y a los efectos sobre los mercados de activos, que parecen experimentar un nuevo *boom*.

En consecuencia, la teoría austríaca parece proveer una explicación consistente con los eventos ocurridos en la formación de la burbuja *subprime* y la ocurrencia de la Gran Recesión.

## 5. Referencias bibliográficas

- Altman, R. C. (2009). The great crash, 2008: a geopolitical setback for the West. *Foreign Affairs*, 2-14.
- Auerbach, A. J., Gale, W. G., & Harris, B. H. (2010). Activist fiscal policy. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 141-163.
- Barro, R. J., & Redlick, C. J. (2009). *Macroeconomic effects from government purchases and taxes* (No. w15369). National Bureau of Economic Research.
- Bernanke, B. S. (1990) “On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads.” *New England Economic Review*, 51–68.
- Bernanke, B.S. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Recuperado de <http://www.federalreserve.gov/boardDocs/Speeches/2005/200503102/default.htm>
- Bhardwaj, G., & Sengupta, R. (2008). Subprime loan quality. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, (2008-036).
- Bjørnskov, C. (2011). Austrian Business Cycle Theory Evidence from Scandinavia.
- Boettke, P., ed. *The Elgar Companion to Austrian Economics*. Brookfield, Vt.: Edward Elgar, 1994.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). Measuring business cycles. *NBER Books*.
- Calabria, M. (2011). *Fannie, Freddie, and the subprime mortgage market*. Cato Institute.
- Callahan, G., & Garrison, R. (2003). Does Austrian business cycle theory help explain the dot-com boom and bust?. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 6(2), 67-98.
- Carilli, A. M., & Dempster, G. M. (2008). Is the Austrian business cycle theory still relevant?. *The Review of Austrian Economics*, 21(4), 271-281.
- Chirinko, R. S., Fazzari, S. M., & Meyer, A. P. (1999). How responsive is business capital formation to its user cost?: An exploration with micro data. *Journal of public economics*, 74(1), 53-80.

- Cogan, John, Tobias Cwik, John Taylor and Volcker Wieland. 2009. "New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers," NBER Working Paper, No. 14782.
- De Soto, J. H. (2009). *Money, bank credit, and economic cycles*. Ludwig von Mises Institute.
- Federal Reserve (2005). "Remarks by Gov. Ben Bernanke". Recuperado el 11 de febrero de 2016 de <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Fisher, Irving. *The Purchasing Power of Money: Its' Determination And Relation to Credit Interest And Crises*. Cosimo, Inc., 2006.
- FMI (2005). "World Economic Outlook" (cap. 2, p. 92).
- FMI (2009). "World Economic Outlook - April 2009: Crisis and Recovery" (p. 11-14). Recuperado el 9 de febrero de 2016 en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>.
- Friedman, M., & Friedman, R. D. (1998). *Two lucky people: Memoirs*. University of Chicago Press.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1968). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- Gabisch, G., & Lorenz, H. W. (1989). Business cycle theory. *Lecture notes in economics and mathematical systems*, 283.
- Garrison, R. W. (2002). *Time and money: The macroeconomics of capital structure*. Routledge.
- Garrison, R. W. (2004). Overconsumption and Forced Saving in Mises-Hayek Theory of the Business Cycle. *History of Political Economy*, 36(2), 323-349.
- Guiso, L., Kashyap, A. K., Panetta, F., & Terlizzese, D. (2002). How Interest Sensitive is Investment? Very (when the data are well measured). In *Paper Presented at the NBER Summer Institute, Capital Markets in the Economy Workshop*.
- Gürkaynak, R. S., Sack, B., & Wright, J. H. (2007). The US Treasury yield curve: 1961 to the present. *Journal of Monetary Economics*, 54(8), 2291-2304.
- Hall, R. E. (2009). *By how much does GDP rise if the government buys more output?* (No. w15496). National Bureau of Economic Research.

- Hasset, K. A., & Hubbard, R. G. (1996). *Tax policy and investment* (No. w5683). National Bureau of Economic Research.
- Hayek, Friedrich (1975). *A Discussion with Friedrich A. von Hayek*. Washington, DC: American Enterprise Institute.
- Hayek, Friedrich A. (1931). *Prices And Production*.
- Keeler, J. P. (2001). Empirical evidence on the Austrian business cycle theory. *The Review of Austrian Economics*, 14(4), 331-351.
- Keynes, J. M. (2006). *General theory of employment, interest and money*. Atlantic Publishers & Dist.
- Krugman, Paul (2010). *Austrian Followup*. The New York Times. Recuperado el 7 de febrero de 2016 de <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/04/07/austrian-followup/>
- Krugman, Paul (2013). *Monetary Policy In A Liquidity Trap*. The New York Times. Recuperado el 7 de febrero de 2016 de <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/>
- Leijonhufvud, A (2008). Keynes and the Crisis. Policy Insight, n 23.
- Leijonhufvud, A. (2000). *Macroeconomic Instability and Coordination: Selected Essays of Axel Leijonhufvud*. Edward Elgar Publishing.
- López Dumrauf, G. (2003). Cálculo Financiero Aplicado. *La Ley, Buenos Aires*.
- Lucas Jr, Robert E. "An equilibrium model of the business cycle." *The Journal of Political Economy* (1975): 1113-1144.
- Meltzer, A. H. (2010). *A History of the Federal Reserve, Volume 2*. University of Chicago Press.
- Mises, L. V. (1949). *Human action*. Ludwig von Mises Institute.
- Mises, Ludwig von. *The theory of money and credit*. London, 1980.
- Mishkin, F. S. (2010). *Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis* (No. w16609). National Bureau of Economic Research.
- Mulligan, R. F. (2006). An empirical examination of Austrian business cycle theory. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9(2), 69-93.
- Mulligan, R. F. (2006). An empirical examination of Austrian business cycle theory. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9(2), 69-93.

- NBER. US Business Cycle Expansions and Contractions. Recuperado el 9 de febrero de 2016 de <http://www.nber.org/cycles.html>
- Orphanides, A., Porter, R. D., Reifschneider, D., Tetlow, R., & Finan, F. (2000). Errors in the Measurement of the Output Gap and the Design of Monetary Policy. *Journal of Economics and Business*, 52(1), 117-141.
- Parker, Randall, ed. (2002). *Reflections on the Great Depression*. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Prescott, Edward C. "Theory ahead of business-cycle measurement". *Carnegie-Rochester Conference Series en Public Policy*. Vol. 25. North-Holland, 1986.
- Rallo, Juan Ramón (2010). *Teoría austríaca del ciclo y recursos ociosos*. Recuperado el 7 de febrero de 2016 de <http://juanramonrallo.com/2010/06/teoria-austríaca-del-ciclo-y-recursos-ociosos/>
- Ravier, A. O., & Lewin, P. (2012). The subprime crisis. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15(1), 45-74.
- Rothbard, M. N. (1972). *America's Great Depression*. Ludwig von Mises Institute.
- Rothbard, Murray N. (1993). *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*. Ludwig von Mises Institute.
- Salerno, Joseph T. "A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis." *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 15, No. 1 (Spring 2012): 3–44.
- Simpson, B. P. (2014). *Money, Banking, and the Business Cycle: Volume I: Integrating Theory and Practice* (Vol. 1). Palgrave Macmillan.
- Taylor, J. B. (1993). *Discretion versus policy rules in practice*. En *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.
- Taylor, J. B. (2009). *The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong* (No. w14631). National Bureau of Economic Research.
- Taylor, J. B. (2013). *Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Hoover Press.

- Uhlig, Harald. 2010. "Some Fiscal Calculus," *American Economic Review*, 100(2): 30–34.
- Varian, H. R., & Repcheck, J. (2010). *Intermediate microeconomics: a modern approach* (Vol. 6). New York, NY: WW Norton & Company.
- von Hayek, F. A. (1933). *Monetary Theory and the Trade Cycle*.
- Wainhouse, C. (1984). *Empirical Evidence for Hayek's Theory of Economic Fluctuations*. En: Siegel, B. (ed.) *Money in Crisis*, pp. 37–71. San Francisco: Pacific Institute for Public Policy Research
- White, L. H. (1984). *The Methodology of the Austrian School Economists*. Ludwig von Mises Institute of Auburn University.
- White, L. H. (2008). Did Hayek and Robbins deepen the great depression?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(4), 751-768.
- White, L. H. (2008). *How did we get into this financial mess?*. Cato Institute.
- Young, A. T. (2012). The time structure of production in the US, 2002–2009. *The Review of Austrian Economics*, 25(2), 77-92.