

UNA GUÍA PARA EL ESTUDIO DE LA MACROECONOMÍA DEL CAPITAL

¿Existen razones para pensar que los ciclos recesivos responden a errores políticos y empresariales?

MIGUEL A. ALONSO NEIRA*

Resumen. En este artículo se pasa revista al estado actual de la macroeconomía en relación con su capacidad para explicar los ciclos recurrentes de expansión y recesión económica. En concreto, se da entrada a la teoría del capital como hilo conductor del análisis comparativo de los diferentes enfoques, aplicándose sus principales conclusiones al análisis de la última fase de expansión-recesión que ha afectado a las economías occidentales.

Abstract. This article reviews the present state of macroeconomics with respect to its capacity for explaining the cyclical recurrence of economic recessions. Specifically, capital theory is introduced as the focal point for the comparative analysis of the different approaches, and the chief conclusions are applied to the study of the most recent expansion-recession cycle that have affected western economies.

Palabras clave: ciclos económicos, teoría del capital, estructura productiva, ahorro, inversión, expansión crediticia.

Códigos JEL: B53, E12, E32, E42, E51, E52, E58

Versión definitiva: mayo 2003

* Doctor en Economía y MSc in Economics (Universidad de Essex, Gran Bretaña). Agradezco los útiles comentarios y el estímulo recibido en la realización de este trabajo por parte del profesor Jesús Huerta de Soto (Catedrático de Economía de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid) y los miembros del seminario «Ludwig von Mises» de la URJC. Todos los posibles errores cometidos son responsabilidad del autor. Email: maalon@fcjs.urjc.es

I. INTRODUCCIÓN

Si la microeconomía tuvo un núcleo identificable desde la revolución marginalista del último cuarto del siglo xix, la revolución keynesiana de la década de los años treinta condujo a una macroeconomía que carecía de un núcleo básico. En 1997, Robert Solow sostenía que una debilidad importante en el núcleo de la teoría macroeconómica contemporánea era la ausencia de una base teórica para establecer una conexión real entre el corto plazo keynesiano —lleno de rigideces, con mercados propensos al fallo, y subempleo de los recursos productivos— y el largo plazo neoclásico —con plena flexibilidad de precios y salarios, mercados siempre eficientes, y pleno empleo de los recursos productivos.¹

Desde la segunda mitad del siglo xx, la macroeconomía ha evolucionado en dos direcciones opuestas: por un lado, lo que podría designarse como la «macroeconomía de la perversidad», y por otro lado, en el polo opuesto, «la macroeconomía de la perfección».

La «macroeconomía de la perversidad» caracterizaría a aquellas teorías en las que el mercado falla, ya sea generando situaciones de desempleo o espirales inflacionistas de precios y salarios. Estas teorías, enraizadas en las ideas de John Maynard Keynes, niegan la posibilidad de que el mercado ofrezca una solución potencial a los problemas macroeconómicos, demandando la necesidad de la intervención del Estado en la economía. Por el contrario, la «macroeconomía de la perfección» caracterizaría a aquellas teorías en las que los mercados siempre funcio-

¹ Esto sin mencionar que en el enfoque keynesiano los agentes actúan guiados por los «espíritus animales», siendo especialmente volubles y vulnerables a los rumores del mercado, contagios, o comportamientos de rebaño. Por el contrario, en el enfoque neoclásico los agentes actúan guiados por el supuesto de expectativas racionales, según el cual los individuos incorporan toda la información relevante a su proceso de toma de decisiones, de forma que no existe la posibilidad de que cometan errores de los que deban arrepentirse a posteriori.

nan de manera «eficiente» y los agentes gozan de expectativas racionales. Esta forma de pensar, correspondería a las ideas de Robert Lucas y otros economistas neoclásicos, quienes en sus modelos de equilibrio, general o parcial, no contemplan la existencia de los problemas macroeconómicos per se.

Una contrastación de la macroeconomía keynesiana (o del corto plazo) con la economía del crecimiento de Solow (o del largo plazo) permite constatar la existencia de diferencias sustanciales. Por un lado, en el corto plazo keynesiano las magnitudes de consumo e inversión se mueven en la misma dirección, siendo variables fuertemente procíclicas.² Puesto que la economía produce por debajo de sus recursos, la escasez no es un problema vinculante que limite el crecimiento simultáneo de ambas variables. Por el contrario, en el largo plazo clásico o neoclásico, dada la limitación de recursos existente en una situación de pleno empleo, sólo es posible incrementar la inversión si se renuncia a parte del consumo presente (es decir, si se genera previamente el ahorro necesario para financiar los nuevos proyectos de inversión).³

En nuestros días, ni la macroeconomía keynesiana —orientada hacia el presente— ni la macroeconomía neoclásica —con una clara orientación hacia el largo plazo— parecen ofrecer una explicación satisfactoria a esta aparente contradicción. No obstante, ¿debería ser motivo de preocupación para los economistas la falta de un acoplamiento real entre la macroeconomía del corto plazo y la macroeconomía del largo plazo? (Véase Solow, 1997).

Muchos teóricos de la Economía consideran que uno de los principales desafíos de los macroeconomistas contemporáneos consiste en reconciliar:

² A esto contribuyen sin duda los conocidos multiplicadores keynesianos del gasto autónomo.

³ Dicho de otro modo, cualquier cambio en la tasa de crecimiento económico implica que, previamente, las magnitudes de consumo e inversión deben desplazarse en direcciones opuestas.

- a) Las rigideces a corto plazo, el paro involuntario, o la economía por el lado de la demanda de los autores keynesianos, con la flexibilidad a largo plazo, el pleno empleo, o la economía por el lado de la oferta de los economistas clásicos o neoclásicos.
- b) El movimiento conjunto de la inversión y el consumo en el corto plazo keynesiano, con el *tradeoff* que existe entre estas dos variables en el largo plazo clásico o neoclásico.

¿Cómo compatibilizar ambos enfoques si aceptamos que al largo plazo sólo se puede llegar a través de una secuencia de cortos plazos? En *La acción humana* (1949), Ludwig von Mises escribía: «Debemos guardarnos de la falacia habitual de trazar una línea divisoria profunda entre los efectos a corto plazo y a largo plazo. Lo que sucede en el corto plazo son precisamente las primeras etapas de una cadena de transformaciones sucesivas que tenderá a provocar los efectos a largo plazo.»

Por tanto, partiendo de este razonamiento, parece evidente que la necesidad de encontrar un acoplamiento real entre el corto y el largo plazo dentro de la macroeconomía convencional, no puede eludirse ni acudiendo a frases lapidarias como «a largo plazo todos muertos», ni ofreciendo soluciones de compromiso, difícilmente digeribles, a la Trevor Swan: «puede que uno deba ser keynesiano a corto plazo y neoclásico a largo plazo, y que esta combinación de compromisos sea la correcta».

Parece razonable asumir que la macroeconomía como disciplina requiere de una estructura analítica que vincule el escenario de «perversión» a corto plazo propio de un mundo keynesiano, con el escenario de «perfección» a largo plazo que caracteriza a un mundo neoclásico. Los economistas austriacos, especialmente Fiedrich Hayek, han centrado sus esfuerzos en la búsqueda de este acoplamiento real, desarrollando lo que puede considerarse una macroeconomía del medio plazo: la «macroeconomía del capital».

La macroeconomía del capital responde a la necesidad y al deseo de establecer una estructura analítica que admita la posibilidad de que los mercados funcionen «perfectamente», pero al mismo tiempo identifique posibles circunstancias bajo las cuales los mercados podrían fallar (escenario de perversión).⁴ En este sentido, la macroeconomía del capital se define como un instrumento que permite explicar los importantes ajustes que puede experimentar una economía en su tránsito desde un corto plazo puramente keynesiano hacia un largo plazo neoclásico.

En los últimos años, tras el inicio de los episodios recesivos de países como Japón, Estados Unidos o, más recientemente, Alemania, muchos economistas han comenzado a «desempolvar» de sus librerías los trabajos sobre la teoría del capital y del ciclo económico publicados por Fiedrich August von Hayek (premio Nobel de Economía en 1974) o Ludwig von Mises. A estos trabajos, que tuvieron una fuerte repercusión antes de la revolución keynesiana, se han unido en los últimos quince años las aportaciones de otros autores representativos como Mark Skousen, Jesús Huerta de Soto, o Roger Garrison. Sin duda alguna, sus contribuciones han permitido profundizar en el conocimiento de las teorías desarrolladas por los primeros austriacos.

Recientemente, varias alusiones a la teoría del capital en algunos medios de comunicación o incluso algunos medios académicos, hacen pensar en un nuevo resurgir de este enfoque. Por ejemplo, la revista *The Economist* de 28 de septiembre de 2002, en su artículo «Of shocks and horrors», dedica tres páginas a la teoría austriaca del ciclo económico, señalando que puede llegar a alcanzar una gran relevancia, si se llega a demostrar que la liberalización financiera ha incrementado la probabilidad de que surjan burbujas especulativas en los mercados de crédito e inver-

⁴ Así, si por algo se caracteriza el enfoque del capital, es por ser capaz de establecer aquellos factores que permiten diferenciar una etapa de crecimiento sostenible de un episodio de crecimiento insostenible (que da lugar a la conocida teoría hayekiana del ciclo económico).

sión. Por otro lado, la edición española de 20 de febrero de 2003 del diario *The Wall Street Journal*, en su artículo «¿Qué aflige a la economía de los Estados Unidos?», muestra que la recesión norteamericana presenta rasgos típicamente austriacos.⁵

En el plano académico, en marzo de 2003, el profesor Timothy Kehoe (Universidad de Minnesota) impartía una conferencia en la Fundación BBVA en la que destacaba la necesidad de recurrir a una teoría del ciclo económico basada en los «errores políticos» para explicar la lenta evolución de la economía latinoamericana durante los últimos 50 años.⁶ Finalmente, otra muestra de la repercusión de la macroeconomía del capital en los medios académicos es el hecho de que entre los meses de mayo y junio de 2003, el profesor Roger W. Garrison, uno de los economistas contemporáneos que más han contribuido al desarrollo y a la difusión de este enfoque, impartió un seminario sobre macroeconomía hayekiana en la London School of Economics. Este seminario aspiraba a tener la repercusión que tuvieron las influentes *lectures* impartidas por Friedrich August von Hayek en esta institución durante la década de los años treinta.⁷

Estos y otros factores han impulsado la realización del presente trabajo. En nuestros días, un número creciente de economistas comienza a reconocer que los rasgos de las actuales recesiones de algunos países industrializados (Estados Unidos, Japón, o Alemania) responden al perfil típico de un ciclo haye-

⁵ Véanse los comentarios finales de este trabajo.

⁶ El profesor Kehoe reconoció la necesidad de desarrollar una teoría del ciclo basada en los «errores políticos», ya sea la teoría austriaca u otra teoría alternativa, para explicar los diferenciales de crecimiento de los países latinoamericanos durante los últimos cincuenta años. El catedrático de la Universidad de Minnesota sostenía que el diferencial observado entre las tasas de crecimiento de Chile y México responde a la diferente calidad de los procesos de inversión adoptados por estos países. (Para un desarrollo más detallado de este argumento, véase el apartado de comentarios finales.)

⁷ No debe olvidarse que las ideas largamente olvidadas de la Escuela Austriaca de Economía, tuvieron su origen en los años treinta en la London School of Economics bajo el liderazgo de F.A. Hayek.

kiano-wickselliano. No obstante, profundizar en el estudio de la teoría austriaca del ciclo económico requiere disponer de un fuerte conocimiento previo de la teoría del capital. En este sentido, los apartados II y III de este artículo ofrecen una revisión de la macroeconomía del capital tomando como referencia el enfoque gráfico de R.W. Garrison (2001). El apartado IV, analiza los factores que permiten diferenciar un periodo de crecimiento sostenible de un episodio de crecimiento insostenible (teoría austriaca del ciclo económico). El apartado V, sitúa la teoría austriaca del ciclo económico en perspectiva con otros enfoques alternativos que ofrecen interpretaciones distintas acerca del origen de las recesiones. Posteriormente, el apartado VI analiza qué medidas deberían adoptarse para impedir un ciclo recesivo o, en caso de que fuese inevitable, cómo podría combatirse. Finalmente, el apartado VII concluye con algunos comentarios adicionales.

II. LA MACROECONOMÍA BASADA EN EL CAPITAL

La teoría macroeconómica austriaca tiene sus raíces en la teoría del capital desarrollada por Eugen von Böhm-Bawerk a finales del siglo xix. Böhm-Bawerk destacaba la naturaleza temporal del proceso productivo, sosteniendo que éste añade valor a los recursos porque toma tiempo.⁸ Posteriormente, Ludwig von Mises (1912, 1953) y Fiedrich A. von Hayek (1941) añadirían a este esquema la idea de que el capital físico no es homogéneo, sino que está compuesto por un conjunto de factores de producción altamente desagregado y especializado.

⁸ Como en la teoría del crecimiento de Solow, el valor añadido sólo puede obtenerse al coste de posponer consumo, y aquellos que lo hacen son recompensados mediante el pago de intereses (véase Oppers, 2002).

En los años treinta aparecieron varios libros que pretendían analizar la teoría monetaria y del ciclo económico. Entre todos estos libros, la versión de Hayek de la teoría austriaca del dinero, el capital y el ciclo económico, adquirió una gran importancia junto con las teorías competidoras de J.M. Keynes, D. Robertson y R. Hawtrey. Los autores de estos estudios consideraban que Hayek había hecho valiosas contribuciones a la comprensión de las relaciones entre el dinero, el tipo de interés, la estructura de la producción y las fluctuaciones económicas.

La década de los treinta marcó un periodo de intensos debates entre las dos máximas autoridades en materia macroeconómica del momento, F. Hayek y J.M. Keynes. Sus ideas sobre la política monetaria diferían significativamente: Hayek no sólo reivindicaba que la intervención de las autoridades monetarias en la determinación de los tipos de interés era la causa última de las recesiones, sino también que la aplicación de políticas expansivas en los periodos recesivos sólo pospondría los ajustes económicos necesarios —es decir, las fases de «sana recesión».

En 1936, al tiempo que Keynes publicaba su *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, Benjamín H. Beckhart defendía a los teóricos austriacos al sostener que Keynes mantenía una posición equivocada al negar que las manipulaciones del tipo de interés, y el correspondiente aumento del ahorro forzado, provocarían fuertes distorsiones en la estructura intertemporal de la producción, ocasionando un desajuste entre los planes de producción y de consumo de los agentes, lo que finalmente desembocaría en un ajuste severo. En este sentido, Beckhart concluía que, aparentemente, Keynes era incapaz de reconocer la importancia de uno de los principales postulados de la teoría del capital inicialmente desarrollada por Mises y Hayek: la naturaleza monetaria de la mayoría de los ciclos económicos.

No obstante, si Hayek había jugado un papel fundamental en los debates de teoría monetaria y del ciclo económico de los años treinta, después de la Segunda Guerra Mundial el interés por la

teoría austriaca del capital desaparecería de la profesión económica, como consecuencia del dominio casi absoluto de la macroeconomía keynesiana. Tras la revolución keynesiana, la estructura desarrollada en la Teoría General pasaría a dominar la política económica y los programas de docencia de la mayoría de las universidades del planeta, al tiempo que la economía austriaca languidecía y quedaba relegada a desempeñar un papel secundario, siendo sólo reconocida por sus reivindicaciones de que la planificación económica centralizada impedía el cálculo económico racional y, por tanto, la necesaria función empresarial (véase al respecto Huerta de Soto, 1992).⁹

A pesar de las importantes aportaciones a la macroeconomía austriaca de Eugen von Böhm-Bawerk, Carl Menger, Ludwig von Mises, o el propio Friedrich Hayek, a partir de los años cincuenta la mayor parte de los trabajos de la Escuela Austriaca comenzaron a centrarse en los ámbitos de la microeconomía y de la metodología.¹⁰ Así, la naturaleza y la función del empresario, el debate sobre la estabilidad del sistema de mercado, la función primaria del sistema de precios como mecanismo de

⁹ No obstante, gran parte del éxito del keynesianismo se debió a las representaciones gráficas posteriores (modelo IS-LM y cruz keynesiana) desarrolladas por Sir John Hicks y Paul Samuelson, que facilitaron a los economistas, y especialmente a los profesionales de la enseñanza, asimilar la teoría de una forma sencilla. El enfoque austriaco fue abandonado temporalmente, no porque se considerase erróneo, sino porque el modelo se asimilaba con dificultad al no ofrecer un instrumental comparable al modelo IS-LM o a la omnipresente cruz keynesiana.

¹⁰ Hülsman (2001) sostiene que la macroeconomía moderna (o post-ricardiana) comenzó con el trabajo seminal de Böhm-Bawerk *Capital and Interest*. El adjetivo «moderna» se refiere a la aplicación del individualismo metodológico a la hora de explicar fenómenos como la estructura de la producción, el capital, y el tipo de interés. Böhm-Bawerk mostró que estos fenómenos resultan de las acciones humanas individuales y de la interacción entre los seres humanos. Menger había sido el primero en desarrollar este método. Posteriormente, Mises (1912) lo utilizaría para explicar el impacto del dinero sobre la economía, y analizar el ciclo económico. Por tanto, Hülsman mantiene que no es sorprendente que los primeros economistas austriacos no distinguiesen entre microeconomía y macroeconomía como disciplinas separadas. Ante sus ojos sólo había un tipo de análisis económico que se basaba en ciertas caracterizaciones de la acción humana, a partir de las cuales se podía dar una explicación satisfactoria de todos los fenómenos económicos.

propagación de la información, o la naturaleza del monopolio y de las expectativas, han acaparado la atención de los economistas austriacos del último cuarto del siglo xx.

Desde las dos contribuciones esenciales de M. Rothbard en los años sesenta,¹¹ los economistas austriacos no han mostrado demasiado interés en profundizar en la teoría monetaria y del ciclo económico, que era por lo que principalmente se conocía a la Escuela Austriaca de los años treinta. Ni siquiera la concesión del premio Nobel a Fiedrich Hayek en 1974 suscitó el desarrollo de la investigación en este campo de la economía austriaca largamente olvidado.

No obstante, en los últimos años han surgido notables excepciones a esta tendencia claramente microeconómica en el pensamiento austriaco contemporáneo. Entre las aportaciones más importantes se encuentran los trabajos desarrollados por William Hutt, Mark Skousen y Jesús Huerta de Soto. En los años setenta, W. Hutt desarrolló un enfoque para abordar los temas macroeconómicos basado en la microfundamentación austriaca de un proceso de mercado dinámico. Por otro lado, Skousen (1990) resumió la evolución de la teoría del capital austriaca, así como las críticas vertidas sobre la misma durante décadas, ofreciendo posteriormente una reformulación del enfoque hayekiano. Finalmente, Huerta de Soto (1998) analizó las consecuencias para el sistema financiero y la economía en su conjunto de la existencia de una banca de reserva fraccionaria sin regular. En este trabajo, el profesor Huerta de Soto sostiene que la adopción de un coeficiente de reserva del 100% evitaría los colapsos monetarios que han golpeado a las economías nacionales y al sistema monetario internacional en las últimas décadas.

Junto a estos autores, en los últimos años Roger W. Garrison ha trabajado en la reformulación de la teoría austriaca del capital y del ciclo económico utilizando un enfoque alternativo. Desde

¹¹ *Man, Economy, and State* (1962) y *America's Great Depression* (1963).

su ensayo de 1976, «Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition», Garrison ha ido desarrollando lentamente una versión gráfica de la teoría austriaca del capital y del ciclo económico de Hayek. Recientemente, sus esfuerzos se han visto culminados con la publicación de un único volumen titulado *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure* (Routledge, 2001). Con este libro, Garrison se suma a la lista reducida de autores que han realizado importantes contribuciones al desarrollo de la macroeconomía del capital en general, y a la teoría del ciclo económico en particular.

Time and Money constituye un avance significativo tanto en la forma como se presenta la teoría del capital austriaca, como en la forma en que se puede comparar y contrastar una amplia variedad de enfoques macroeconómicos. En esta obra, Garrison realiza un gran esfuerzo pedagógico destinado a reemplazar la representación gráfica dominante de las relaciones macroeconómicas fundamentales —el modelo IS-LM y la cruz keynesiana— con un nuevo enfoque que destaca la importancia del capital y del elemento temporal que subyace a todo proceso productivo. El resultado final es un producto maduro de un contenido altamente didáctico y atractivo,¹² que viene a sumarse a otros trabajos igualmente trascendentales para la comprensión de la macroeconomía del capital.

III. PRINCIPIOS QUE FUNDAMENTAN LA MACROECONOMÍA DEL CAPITAL

La macroeconomía austriaca ofrece una alternativa, basada en el capital, al enfoque macroeconómico convencional, basado esencialmente en el trabajo. Garrison (2001) formula su versión del enfoque del capital destacando dos principios esenciales: la

¹² Hülsman (2001) sostiene que *Time and Money* contiene pocas ideas teóricas nuevas o descubrimientos importantes, pero su contribución pedagógica, así como su influencia posterior, pueden ser importantes.

estructura intertemporal del capital (que al mismo tiempo refleja su heterogeneidad) y la subjetividad de las expectativas empresariales. Además, en línea con la teoría austriaca de los ciclos económicos, destaca los problemas de descoordinación intertemporal entre las decisiones de producción y de consumo, como desencadenante de los ciclos recesivos.¹³

Tomando como referencia a Garrison (1986), la teoría austriaca del ciclo económico resulta de la combinación de la macroeconomía del capital, la teoría de los precios, y la teoría monetaria. Por tanto, antes de afrontar el estudio de la teoría austriaca del ciclo, es necesario analizar aquellos aspectos que caracterizan la teoría del capital. Garrison identifica varios elementos individuales de esta teoría, estableciendo la importancia de cada uno de ellos:

1. La producción es un proceso que requiere tiempo. La producción es un proceso intertemporal que se define como un conjunto o una secuencia de etapas. Es decir, si el trabajo y los recursos naturales pueden observarse como los medios de producción iniciales, y los bienes de consumo como los fines últimos del proceso productivo, entonces la estructura del capital ocupa una posición intermedia entre ambos, acentuando la dimensión temporal que caracteriza a este proceso.

La intertemporalidad del capital —el conjunto de etapas que integran el proceso productivo— queda reflejada en el triángulo de Hayek, que constituye una pieza esencial de la macroeconomía del capital. El apartado IV y la figura 4.3, analizan con detalle esta representación.

2. Los precios actúan como señales. Aunque son resultado de la interacción que existe entre todas las actividades desempeñadas por los participantes del mercado, los precios, especial-

¹³ En este sentido, es la compatibilidad entre las acciones empresariales colectivas y los planes de consumo a lo largo del tiempo, lo que permite diferenciar si un proceso de crecimiento económico es sostenible o insostenible.

mente los tipos de interés, son un vehículo de transmisión de información esencial que guía las decisiones de producción y de consumo de los agentes económicos. Los precios reflejan los cambios en las valoraciones subjetivas por parte de los consumidores, así como las escaseces relativas de los recursos alternativos. El sistema de precios puede definirse como una red de comunicaciones fiable que establece la base para una coordinación económica eficaz. Por tanto, si las señales contenidas en este sistema son falseadas a través de manipulaciones monetarias, se produce una descoordinación entre los planes de producción y de consumo de los agentes que integran la economía. Tarde o temprano, esa descoordinación reclamará un ajuste severo.

3. El tipo de interés facilita la coordinación de las decisiones intertemporales. El tipo de interés es la variable precio que equilibra el mercado de fondos prestables (véase figura 4.1). No obstante, los cambios en el tipo de interés no sólo afectan al volumen total de ahorro, sino también a los patrones de inversión y de producción. En condiciones normales, es decir sin una manipulación artificial de los tipos de interés, éstos ofrecen una señal fiable a los empresarios de hacia dónde deben dirigir su producción, dadas las preferencias de consumo temporales de los agentes que integran la economía. Dicho de otro modo, los tipos de interés determinados en un mercado libre coordinan los planes de producción de los empresarios y los patrones de consumo de los perceptores de rentas, haciéndolos mutuamente compatibles.

4. El dinero puede ocultarse como ahorro. Cuando las autoridades monetarias expanden la cantidad de dinero inyectándola a través del sistema crediticio, se produce un diferencial entre los niveles de ahorro e inversión. Un tipo de interés artificialmente bajo estimula a los empresarios a incrementar su nivel de endeudamiento, mientras que los perceptores de rentas prefieren ahorrar menos. Es decir, un tipo de interés artificialmente bajo provoca que el patrón de inversión no sea coherente con la

cantidad de recursos (ahorro) generada en la economía, así como con las preferencias entre consumo presente y consumo futuro de los perceptores de rentas. Las manipulaciones monetarias crean una descoordinación insostenible entre los patrones de decisión intertemporales de los agentes. Esta descoordinación convertirá necesariamente una expansión inicial en un episodio recesivo.

5. Los bienes de capital son heterogéneos y reflejan ciertos grados de complementariedad intertemporal. Los bienes de capital de orden superior —que son los que se emplean en las primeras etapas del proceso productivo— y de orden inferior —que se utilizan en las etapas más cercanas al consumo final— son complementarios intertemporalmente. La descoordinación temporal impulsada por un tipo de interés artificialmente bajo se manifiesta inicialmente a través de la sobreinversión en bienes de capital de orden superior.¹⁴ No obstante, el paso del tiempo y la consiguiente escasez de bienes de capital de orden inferior revelará la existencia de una descoordinación intertemporal insalvable sin el necesario ajuste contenido en un proceso recesivo («sana recesión»).

6. La demanda de trabajo no es una demanda derivada de la de mercancías. Al contrario que en el enfoque keynesiano, el reconocimiento de que las dos demandas pueden moverse en direcciones opuestas caracteriza la formulación austriaca de la economía. Un descenso del consumo no implica necesariamente una reducción de la demanda de trabajo. En su lugar, puede

¹⁴ Esto es lo que se conoce como «efecto Ricardo». El efecto Ricardo plantea la sustitución de maquinaria por trabajo en respuesta a los cambios en el tipo de interés. En el contexto de la teoría hayekiana del ciclo económico, la sustitución se produce entre bienes de capital de orden superior y bienes de capital de orden inferior. Así, durante la primera fase del ciclo (etapa expansiva o de «exuberancia irracional»), la existencia de un tipo de interés artificialmente bajo favorece la inversión en bienes de capital de orden superior, más alejados de la producción de bienes de consumo final.

suponer un aumento del nivel de ahorro, por tanto un incremento del consumo futuro, y el correspondiente desplazamiento de recursos (capital y trabajo) desde las últimas etapas del proceso productivo (orientadas hacia el consumo presente) hacia las primeras (orientadas hacia el consumo futuro).

Hayek y otros austriacos reconocen que, en una situación de pleno empleo, los gastos de consumo e inversión pueden moverse en direcciones opuestas (véase la figura 6.2).¹⁵ De hecho, es el desplazamiento de recursos entre las actividades de consumo e inversión —y por tanto entre las diferentes etapas del proceso productivo— en respuesta a las variaciones en las preferencias de consumo intertemporales, lo que permite que la economía logre una coordinación efectiva de las decisiones intertemporales privadas, favoreciendo el desarrollo de un proceso de crecimiento sostenible.

7. Existen dos tipos de conocimiento. Las manipulaciones monetarias pueden engañar a los participantes del mercado, induciéndoles a comportarse de forma diferente a como lo habrían hecho en otras circunstancias. Por supuesto, este engaño no sería posible si los participantes del mercado tuviesen el conocimiento adecuado —es decir, un conocimiento preciso sobre las preferencias de los consumidores, las disponibilidades de recursos, la tecnología, así como los planes de otros participantes del mercado.¹⁶ Si los miembros del mercado estuviesen en posesión de todo este conocimiento, las manipulaciones artificiales de la información contenida en el sistema de precios no ocasionarían

¹⁵ Este sería el característico efecto de crowding out, que también existiría entre los niveles de consumo e inversión en un modelo clásico.

¹⁶ El enfoque de expectativas racionales asume que los agentes mantienen toda la información relevante para adoptar sus decisiones, de forma que éstos no cometen errores de los que deban arrepentirse a posteriori. Ésta es una de las principales diferencias entre el enfoque austriaco y el enfoque neoclásico de la economía: la posibilidad del error empresarial puro o inducido (austriacos) frente a la racionalización a posteriori de todas las decisiones (neoclásicos). Véase al respecto Huerta de Soto (1992), capítulo 1.

errores de inversión masivos ni, por tanto, fluctuaciones cíclicas. Hayek distingue dos tipos de conocimiento: a) el conocimiento de las circunstancias particulares de tiempo y lugar, y b) el conocimiento científico, que nos permite diferenciar entre lo que es sensato admitir que conozcan los agentes y aquello que debemos esperar que ignoren. Dado que parece razonable asumir que los agentes mantienen el primer tipo de conocimiento pero no el segundo, los economistas austriacos sostienen que los agentes pueden ser fácilmente manejables a través de las manipulaciones monetarias canalizadas por medio del sistema crediticio.¹⁷

8. Las expectativas de los empresarios son subjetivas. La teoría del capital incorpora dos postulados esenciales sobre las expectativas de los agentes: (1) como ya se señaló en el punto anterior, los empresarios no conocen, y no pueden comportarse como si conocieran, las realidades económicas subyacentes; y (2) los precios, los salarios y los tipos de interés facilitan la coordinación de las decisiones económicas, manteniendo estas decisiones en línea con las realidades económicas subyacentes. Tomadas en su conjunto, estas dos proposiciones permiten un tratamiento de las expectativas que es coherente con la idea de que existe un problema económico, y que el mercado es una solución potencialmente viable al mismo.

¹⁷ La influencia de este planteamiento hayekiano se observa en el «modelo de las islas» de R. Lucas (1972). En este trabajo, Lucas muestra cómo las variaciones no anticipadas de la oferta monetaria pueden provocar movimientos transitorios a corto plazo de la actividad económica real. (Por tanto, el modelo de Lucas también ofrece una fundamentación teórica explícita de las ideas de Milton Friedman y los monetaristas.) En el modelo de Lucas, se asume que los agentes disponen de información imperfecta sobre las variables económicas agregadas, tales como la oferta monetaria nominal y el nivel de precios. De este modo, cuando los individuos observan cambios en los precios, deben decidir si esos cambios responden a variaciones puramente nominales en las variables agregadas o a variaciones en los precios relativos. Dicho de otro modo, los individuos desconocen si los cambios en los precios se deben a shocks de carácter puramente monetario o a shocks de carácter real. Es este problema de información imperfecta, ya observado previamente en los planteamientos hayekianos, el que permite que los shocks monetarios no anticipados tengan efectos temporales sobre los niveles de producción y de empleo.

La combinación de estos ocho principios brinda una caracterización de la macroeconomía en la que los empresarios toman decisiones sobre la base de su propio conocimiento y expectativas (subjetivas), informados y coordinados por los movimientos de los precios, los salarios y los tipos de interés. Colectivamente, estas decisiones empresariales dan lugar a una asignación intertemporal del capital concreta, que puede ser sostenible —es decir, internamente coherente— o insostenible—es decir, implicar alguna incoherencia interna sistemática que, finalmente, transformará cualquier proceso expansivo en una recesión. En este sentido, la teoría del capital sostiene que uno de los principales focos de atención de la teorización macroeconómica debe ser el estudio de aquellos factores que hacen que un proceso de crecimiento económico sea sostenible o contenga las semillas de su propia destrucción.

IV. CARACTERIZACIÓN GRÁFICA DE LA MACROECONOMÍA DEL CAPITAL: EL ENFOQUE DE GARRISON (2001)

La macroeconomía del capital permite analizar aquellos aspectos que afectan a la capacidad del mercado para asignar los recursos a lo largo del tiempo. En *Time and Money*, Garrison define tres instrumentos gráficos que actúan como bloques constitutivos de su representación alternativa de la teoría del capital y del ciclo económico. Estos instrumentos son: (1) el mercado de fondos prestables, (2) la frontera de posibilidades de producción (FPP), y (3) la estructura intertemporal de la producción o, lo que es lo mismo, el llamado triángulo de Hayek. Este último elemento, es una herramienta exclusivamente utilizada por la macroeconomía del capital. Tan pronto como se piensa en términos de un esquema de empleo de medios (recursos) y logro de fines (producción final) el triángulo hayekiano adquiere pleno sentido.

1. El mercado de fondos prestables

Este mercado facilita la coordinación de los planes de producción con las preferencias intertemporales de los consumidores. En la teoría austriaca, la demanda de fondos prestables refleja la disposición de los empresarios a participar en el proceso productivo (pagando en el momento presente los precios de los inputs, para posteriormente vender el producto final a un precio esperado). Alternativamente, la oferta de fondos corresponde a aquellos agentes que ofrecen sus ahorros (por tanto reducen su consumo presente) a cambio de una rentabilidad.

El precio que equilibra el mercado de fondos prestables, haciendo que la asignación de recursos sea internamente coherente, es el tipo de interés natural¹⁸ (i^*), que representa la tasa de sustitución intertemporal de los participantes del mercado (figura 4.1).

¹⁸ El concepto de tipo de interés natural muestra la importante influencia que ejerce la obra de Wicksell en la teoría hayekiana del ciclo económico. Wicksell (1935) define la tasa de interés natural como aquella que equilibra la oferta y la demanda de capital real, y el tipo de mercado (o monetario) como el tipo de interés efectivo. Esta distinción entre ambas variables conduce a la definición de equilibrio monetario. En el equilibrio monetario, el tipo de interés de mercado es igual a la tasa de interés natural. Wicksell llamó a este tipo de interés de equilibrio «tipo de interés normal». El equilibrio monetario de Wicksell se caracteriza por la verificación de tres condiciones:

1. El tipo de interés normal se iguala a la productividad marginal física del capital real.
2. El tipo de interés normal debe igualar la demanda de inversión financiada mediante préstamos y la oferta de ahorro ex ante.
3. Al tipo de interés normal, la demanda agregada se iguala con la oferta agregada tanto en términos reales como en términos monetarios. Por tanto, el tipo de interés natural es el tipo de interés «neutral» en el sentido de que garantiza un nivel de precios estable.

Estas condiciones de equilibrio (más el supuesto de pleno empleo) establecen el escenario para el desarrollo de los llamados procesos acumulativos de inflación y deflación (ciclos), que comienzan cuando el tipo de interés monetario se desvía de la tasa de interés natural. Para un estudio más detallado de la teoría monetaria wickselliana, véase Trautwein (1996).

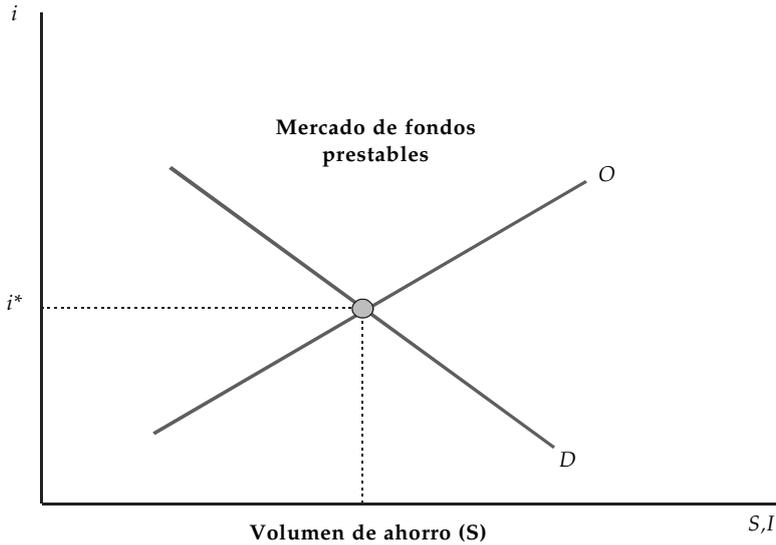
El tipo de interés es esencial para coordinar las preferencias de consumo intertemporales de los perceptores de rentas y los planes de producción intertemporales de la comunidad empresarial. Así, por ejemplo, un aumento del ahorro disponible (es decir, un aumento de la preferencia por el consumo futuro) se traducirá en un descenso del tipo de interés, que estimulará el gasto de inversión expandiendo la base de capital de la economía. Este aumento del stock de capital conducirá a procesos de producción más largos y complejos (compuestos por más etapas), en los que se generarán bienes de consumo más elaborados que satisfarán los planes de gasto de los ahorradores de la economía. Antes de que los empresarios modifiquen su estrategia de producción, el descenso de los tipos de interés les habrá revelado el deseo de los perceptores de rentas de consumir más en el futuro. De este modo, el tipo de interés se convierte en un vehículo de señalización oportuno y fiable, que permite la coordinación de los planes de producción de los empresarios y los patrones de gasto intertemporales de los consumidores, logrando que sean mutuamente compatibles.¹⁹

2. La frontera de posibilidades de producción (FPP)

La FPP representa el *tradeoff* fundamental que existe entre los bienes de consumo y los bienes de capital. Además de mostrar una situación de pleno empleo, cualquier punto de la FPP refleja combinaciones de consumo e inversión bruta que son sostenibles (figura 4.2). Por tanto, cualquier punto por debajo de la FPP

¹⁹ En la macroeconomía del capital, un aumento del ahorro presente significa un incremento del consumo futuro, elevándose la rentabilidad de los recursos destinados en las primeras etapas del proceso productivo a satisfacer esa futura demanda de consumo. Por tanto, es de esperar que se produzca una reasignación de recursos desde las últimas etapas del proceso productivo (más orientadas hacia el consumo presente) hacia las primeras (cuya producción se orienta hacia el consumo futuro).

FIGURA 4.1
MERCADO DE FONDOS PRESTABLES

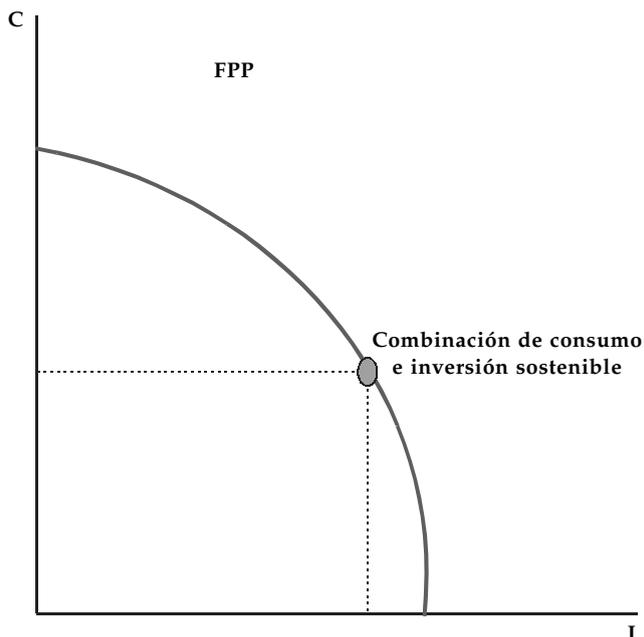


implica una situación de desempleo de recursos (paro involuntario), mientras que cualquier punto por encima representa una situación de sobreutilización temporal de los mismos.²⁰

La incorporación de la FPP a la macroeconomía basada en el capital responde al deseo de comparar sus postulados esenciales con los de la macroeconomía clásica (puntos situados en la FPP) y keynesiana (puntos situados por debajo de la FPP). No obstante, analizar los movimientos a lo largo de, más allá, o por debajo de la FPP, requiere una representación específica de la estructura intertemporal de la producción, el triángulo de Hayek, que es un elemento clave y característico de la macroeconomía del capital.

²⁰ Es decir, cualquier punto situado más allá de la FPP no será sostenible de forma permanente.

FIGURA 4.2
LA FRONTERA DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN (FPP)



3. El triángulo de Hayek

Tan pronto como se piensa en términos de un esquema intertemporal de empleo de medios (recursos) y logro de fines (producción final), el triángulo de Hayek (Fiedrich A. Hayek, 1931: página 36) adquiere pleno significado. El triángulo hayekiano refleja dos aspectos esenciales de la teoría austriaca: (1) la producción es un proceso que requiere tiempo, y (2) este proceso se define como una secuencia de etapas que configuran la estructura intertemporal (y la heterogeneidad) del capital.

La relación esencial que existe entre la producción final, resultante del proceso productivo, y el tiempo para generarla, se representa gráficamente como los lados (catetos) de un triángulo

rectángulo. Este triángulo se convierte en una herramienta heurística que proporciona apoyo analítico a la teoría del capital en general, y a la teoría del ciclo económico en particular. En la macroeconomía del capital, triángulos de diferentes formas ofrecen un instrumental adecuado para representar y describir los cambios en el patrón intertemporal de la estructura productiva. De este modo, el triángulo de Hayek se define como la herramienta gráfica más importante y representativa de la macroeconomía austriaca.

En el triángulo hayekiano, el tiempo de producción implica una secuencia de etapas que se representan a lo largo del cateto inferior (horizontal), llamado «eje del tiempo» (figura 4.3). De este modo, mientras el segmento horizontal representa la dimensión temporal (las etapas) que caracteriza al proceso productivo, el cateto superior (vertical) representa el valor monetario de la producción final que, en equilibrio, será igual al valor del gasto en consumo. La hipotenusa del triángulo hayekiano muestra el valor de los bienes en proceso (intermedios), y su pendiente refleja la tasa de rentabilidad implícita entre las diferentes etapas del proceso productivo.²¹

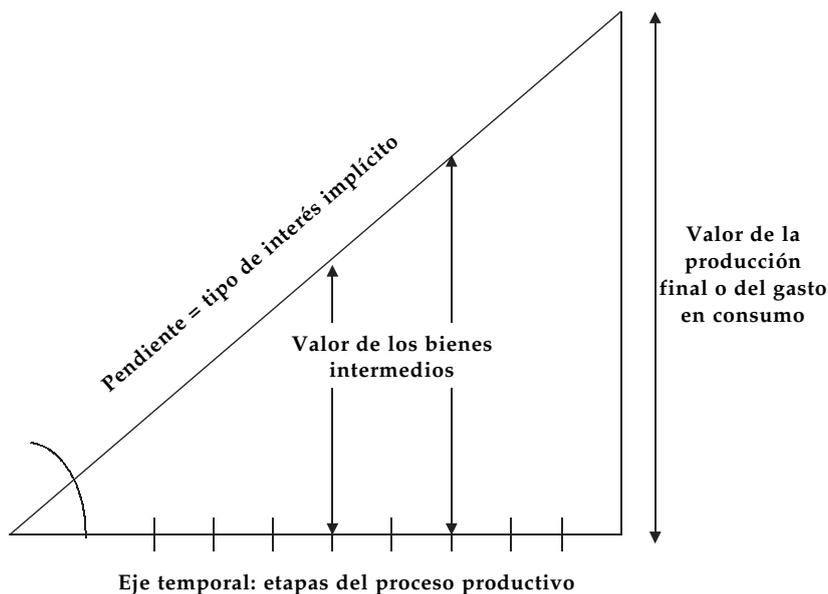
Los recursos empleados en las primeras etapas del proceso productivo (más alejadas de la producción final de bienes de consumo presente —lado vertical del triángulo de Hayek) se destinan a generar bienes de consumo futuro, mientras que los recursos de las últimas etapas se emplean para producir bienes de consumo presente.²²

Las etapas que integran el proceso productivo, definiendo la estructura intertemporal del capital de la economía, cambian en

²¹ El arbitraje resultante de la actividad empresarial llevará a una igualación de las tasas de rentabilidad implícitas en las diferentes etapas del proceso productivo. La tasa de rentabilidad única resultante es la representada por la pendiente de la hipotenusa del triángulo hayekiano.

²² Dicho de otra forma, las primeras etapas del proceso productivo se destinan a la producción de bienes de consumo con un horizonte temporal más amplio que las últimas.

FIGURA 4.3
EL TRIÁNGULO DE HAYEK

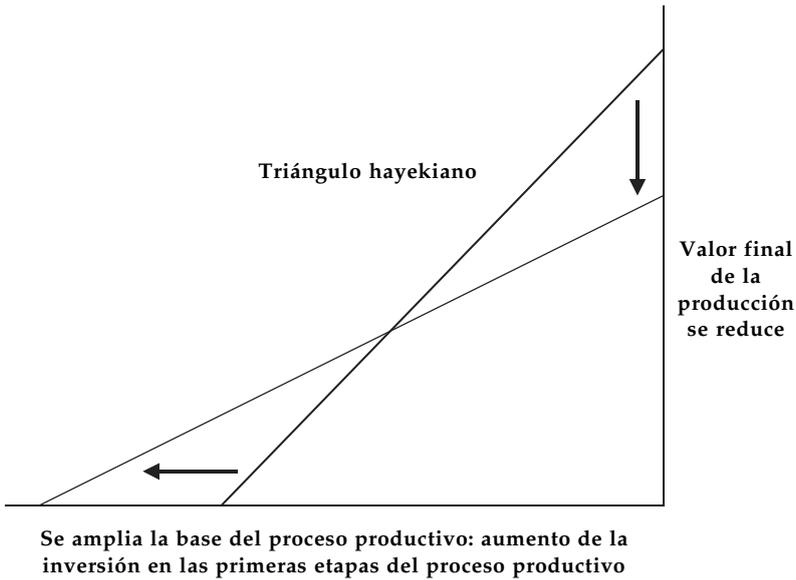


respuesta a las variaciones del tipo de interés que equilibra el mercado de fondos prestables. Así, por ejemplo, un descenso del tipo de interés estimula la inversión en las primeras etapas del proceso productivo, más intensivas en capital, en detrimento de las últimas (figura 4.4).

Finalmente, el triángulo hayekiano ilustra la existencia de un *tradeoff* reconocido por Carl Menger y subrayado por Eugen von Böhm-Bawerk: en ausencia de recursos ociosos, la inversión sólo puede aumentar a costa del consumo.

La interrelación de estas tres representaciones (figura 5.1) —mercado de fondos prestables, frontera de posibilidades de producción, y triángulo de Hayek— permite analizar los aspectos relativos al crecimiento sostenible (vinculado a las variaciones en las dotaciones de recursos, en la tecnología, o en las

FIGURA 4.4
EFECTO DE UN DESCENSO DEL TIPO DE INTERÉS SOBRE
LA ESTRUCTURA DE LA PRODUCCIÓN DE LA ECONOMÍA



preferencias por la liquidez de los agentes) y al crecimiento insostenible (inducido políticamente). En este sentido, es el grado de coordinación entre las preferencias intertemporales de los consumidores y los planes de producción de los empresarios el que determinará si el proceso de mercado que asigna los recursos a lo largo del tiempo es sostenible o contiene las semillas de su propia destrucción.

Con un entorno de crecimiento sostenible, una conexión clave entre la estructura intertemporal de la producción (triángulo de Hayek) y el mercado de fondos prestables es que, en el límite, la pendiente de la hipotenusa del triángulo hayekiano es igual al tipo de interés que equilibra el mercado de fondos prestables. Dicho de otra forma, por efecto del arbitraje los tipos de interés implícitos en las diferentes etapas del proceso productivo se

igualan al tipo de interés «natural», que representa la tasa de sustitución intertemporal de los consumidores-ahorradores de la economía. Es este proceso el que coordina las decisiones intertemporales de productores y consumidores, haciendo que sean mutuamente coherentes.

V. CRECIMIENTO SOSTENIBLE VERSUS CRECIMIENTO INSOSTENIBLE. LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO BASADA EN EL ENFOQUE DEL CAPITAL

La macroeconomía del capital ofrece una adecuada caracterización y distinción de los procesos de crecimiento sostenible e insostenible, revelando los aspectos esenciales que definen un ciclo económico monetario.

En la teoría del capital, el crecimiento sostenible requiere que la inversión en nuevo stock de capital sea coherente con las preferencias intertemporales de los consumidores y la disponibilidad de recursos de la economía (ahorro). En este contexto, si el banco central mantiene una política de estabilidad monetaria, los incrementos de productividad resultantes se traducirán en un descenso de precios. Por el contrario, el crecimiento insostenible se produce cuando las decisiones de inversión son incompatibles con las preferencias intertemporales de los consumidores y la disponibilidad de recursos. En este caso, la macroeconomía del capital muestra que las expansiones monetarias canalizadas a través de los mercados de crédito generan una descoordinación entre los planes de inversión y las decisiones de ahorro.²³ Esta incoherencia entre las decisiones intertemporales privadas de productores y consumidores acabará estrangulando la fase de

²³ Es decir, el enfoque austriaco destaca los problemas derivados de la intromisión de los bancos centrales en la libre determinación de los tipos de interés como desencadenante último de los ciclos económicos.

crecimiento inicial transformándola en una recesión. El ciclo económico monetario expansivo-recesivo estará servido.

En la macroeconomía del capital, el criterio para diferenciar los procesos de crecimiento sostenible e insostenible es muy simple: los tipos de interés libremente determinados en el mercado de fondos prestables permiten a la economía crecer a una tasa sostenible; por el contrario, unos tipos de interés artificialmente bajos, destinados a estimular el crecimiento económico, provocarán un enfrentamiento por los recursos entre los ahorradores y los inversores, lo que finalmente situará a la economía en una senda de crecimiento inestable.

1. Un marco de referencia para el análisis: el crecimiento sostenible o estable

Bajo el término crecimiento sostenible, Garrison (2001) diferencia entre «crecimiento secular» cuando la inversión neta es positiva y crecimiento inducido por avances tecnológicos, aumentos de los recursos disponibles, o variaciones en las preferencias intertemporales de los consumidores.

Garrison caracteriza el crecimiento secular como un proceso que cambia el tamaño de la producción, dejando inalterado el tipo de interés y, por tanto, la estructura intertemporal del capital. Según este autor, «el crecimiento secular se produce sin que haya sido provocado por política económica alguna, avance tecnológico, o cambio en las preferencias intertemporales. Preferentemente, el crecimiento se produce si la inversión bruta es suficiente para mantener el capital existente y fomentar la acumulación de [nuevo] capital» (página 54).²⁴

²⁴ No obstante, esta caracterización del crecimiento secular no es del agrado de todos los economistas austriacos (véase al respecto Van Den Hauwe, 2001, y Salerno, 2001).

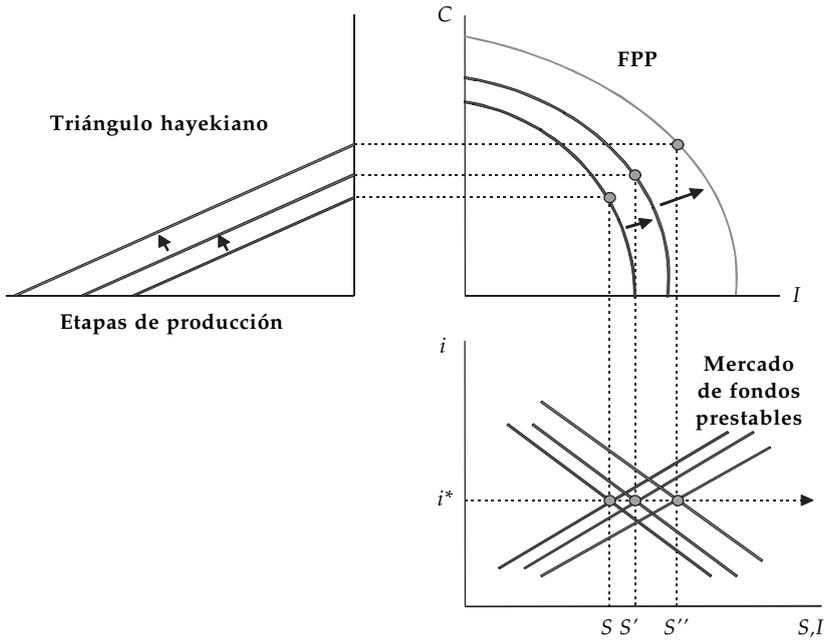
El crecimiento sostenible, ya sea crecimiento secular o crecimiento inducido por cambios en la tecnología o en las preferencias de los consumidores, caracteriza a una economía en la que la tasa de ahorro supera a la tasa de depreciación del capital. Además, el crecimiento sostenible requiere que la inversión en nuevo stock de capital sea coherente con los patrones de gasto intertemporales de los consumidores y la disponibilidad de recursos de la economía (especialmente el volumen de ahorro).

El crecimiento secular se representa mediante desplazamientos sucesivos en paralelo de la FPP, seguidos de aumentos en la oferta y la demanda de fondos prestables que dejan inalterado el tipo de interés de equilibrio (i^*). La constancia del tipo de interés es coherente con la ausencia de cambios en los patrones de gasto intertemporales de los perceptores de rentas. Dado que se asume que el tipo de interés ofrece una señal fiable a los inversores, la pendiente de la hipotenusa del triángulo de Hayek tampoco varía, por lo que las decisiones intertemporales de consumidores y productores son perfectamente compatibles entre sí (véase figura 5.1).

La figura 5.1 muestra que en una situación de crecimiento estable se produce un cambio en el tamaño pero no en el perfil de la estructura intertemporal del capital.²⁵ La invariabilidad del tipo de interés que equilibra el mercado de fondos prestables, que en este caso es fiel reflejo de la ausencia de cambios en la tasa de descuento de los consumidores, no afectará al perfil temporal de los planes de producción empresariales. Por tanto, la asignación de recursos productivos existente es perfectamente compatible con los patrones de gasto intertemporales de los perceptores de rentas.

²⁵ Es decir, a medida que la economía crece se invierten más recursos y se producen más bienes de consumo.

FIGURA 5.1
 CRECIMIENTO SOSTENIBLE: CRECIMIENTO SECULAR



En equilibrio, el tipo de interés coincidirá con la tasa de descuento subjetiva de los perceptores de rentas y con la tasa de rentabilidad implícita en las diferentes etapas del proceso productivo (única por efecto del arbitraje y reflejada en la pendiente de la hipotenusa del triángulo de Hayek). Por consiguiente, los estímulos vía tipo de interés que reciben los agentes de una economía cuyos mercados funcionan libremente, permiten una coordinación fiable y eficaz de sus planes de producción y de consumo intertemporales. En ausencia de shocks exógenos una guerra, un terremoto... la economía debería crecer sin sobresaltos.

En un entorno monetario estable, ese crecimiento secular vendría acompañado de una reducción permanente de los pre-

cios y, por tanto, de un incremento del poder adquisitivo de los agentes que integran la economía. No obstante, el crecimiento sostenible no sólo sería resultado del crecimiento secular, sino también de avances tecnológicos, aumentos de los recursos disponibles, o cambios en las preferencias intertemporales de los consumidores.

Como en el caso anterior, los avances tecnológicos tienen un efecto directo sobre la FPP y el mercado de fondos prestables. Aunque una innovación tecnológica se produce en una o algunas etapas del proceso productivo, el mercado, a través de la reasignación de recursos, logra un aumento de las posibilidades de producción de la economía por lo que la FPP se desplaza paralelamente hacia afuera. Igualmente, como en el caso del crecimiento secular, aumentan la oferta y la demanda de fondos prestables, pero el efecto sobre el tipo de interés queda indeterminado. No obstante, Garrison (2001) asume que este efecto es neutral, por tanto similar al mostrado en la figura 5.1 pero con un único desplazamiento de la FPP.

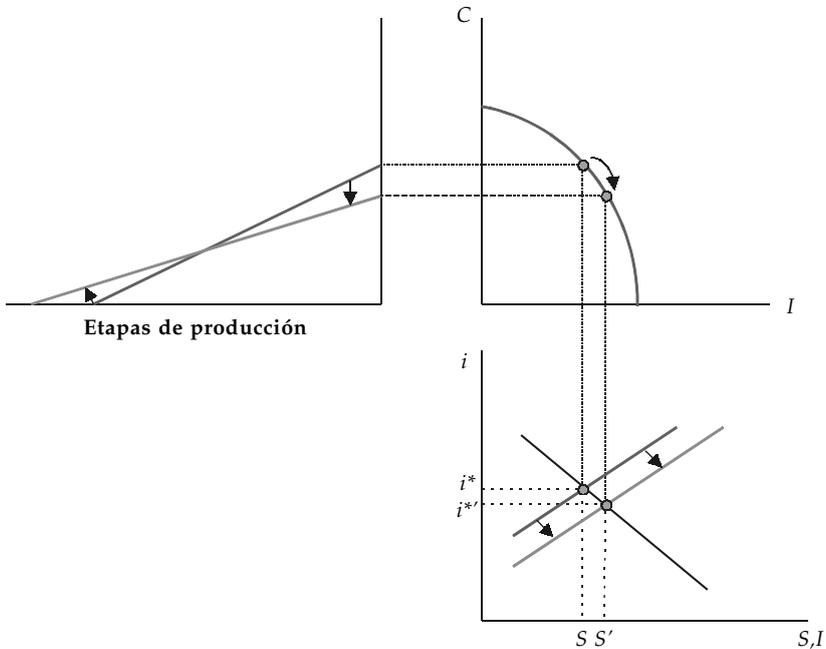
Finalmente, las variaciones en los patrones de gasto intertemporales también pueden generar procesos de crecimiento sostenible. La figura 5.2 muestra que un descenso de la tasa de descuento subjetiva intertemporal (una mayor disposición a consumir en el futuro) suscita un aumento del ahorro presente y, en consecuencia, un descenso del tipo de interés que equilibra el mercado de fondos prestables (efecto liquidez). Como en los supuestos anteriores, el tipo de interés ofrece una señal fiable que orienta la asignación intertemporal de los recursos productivos, logrando que sea plenamente compatible con los nuevos patrones de gasto de los perceptores de rentas.

Dado que el aumento del ahorro presente se traduce en la expectativa de un mayor consumo futuro, la alteración que se produce en la forma del triángulo hayekiano (figura 5.2) muestra una acumulación de la inversión en las primeras etapas del proceso productivo en detrimento de las últimas. Es decir, el descen-

so del tipo de interés, fiel reflejo del aumento de la preferencia por el consumo futuro, favorece la inversión a largo plazo, que es aquella que se materializa en las (primeras) etapas del proceso productivo destinadas a producir bienes de consumo futuro.²⁶

La figura 5.2 muestra el inicio de un proceso cuya evolución posterior sería similar a la mostrada por la figura 5.1.

FIGURA 5.2
CRECIMIENTO BASADO EN LAS PREFERENCIAS: UN DESCENSO
DE LA TASA DE DESCUENTO SUBJETIVA INTERTEMPORAL



²⁶ Dicho de otra forma, el descenso del tipo de interés natural que subyace a un aumento del ahorro eleva la rentabilidad de los recursos invertidos en las primeras etapas del proceso productivo en detrimento de las últimas. De este modo, se produce un descenso del tipo de interés implícito en las etapas del proceso productivo (pendiente de la hipotenusa del triángulo hayekiano). Este mecanismo ajusta los planes de producción empresariales a las preferencias de gasto más orientadas hacia el futuro de los consumidores.

2. Crecimiento insostenible: la teoría del ciclo económico basada en la macroeconomía del capital

Una de las principales aportaciones de la macroeconomía del capital es que permite identificar las diferencias esenciales entre el crecimiento sostenible y el crecimiento inducido políticamente (no sostenible). Estas diferencias derivan esencialmente del comportamiento específico de los ahorradores y de la autoridad monetaria bajo estos dos escenarios alternativos.

El crecimiento económico llega a ser insostenible cuando no es coherente con las preferencias de consumo y las disponibilidades de recursos. El crecimiento insostenible resulta de las manipulaciones políticas de los tipos de interés, y no de las alteraciones en las preferencias de consumo intertemporales.

La teoría austriaca del ciclo económico es una teoría esencialmente monetaria. Uno de los aspectos esenciales de este enfoque es el llamado «efecto liquidez»: dado que las nuevas emisiones de dinero se introducen en la economía a través del sistema crediticio, cualquier aumento de la cantidad de dinero se traducirá en una elevación de la oferta de fondos prestables y, por tanto, en un descenso del tipo de interés. No obstante, ese descenso no responderá a una alteración de las preferencias de consumo intertemporales de los agentes, por lo que el tipo de interés monetario se situará por debajo de la tasa de interés natural wickselliana.²⁷

Los autores austriacos sostienen que el control —las manipulaciones— de la oferta monetaria y de los tipos de interés por parte de los bancos centrales está en la raíz de los ciclos económicos contemporáneos. Según Hayek, la producción fluctúa porque el tipo de interés a corto plazo sobre los préstamos diverge

²⁷ Sin embargo, los empresarios no son conscientes de ese diferencial, e interpretan el descenso del tipo de interés como señal de un cambio en las preferencias de consumo intertemporales. En este caso, el tipo de interés ofrece una falsa señal, convirtiéndose en un elemento de descoordinación antes que de coordinación.

del tipo de interés «natural» o wickselliano —aquél que iguala la oferta de ahorro de las familias y la demanda de inversión de las empresas o, lo que es lo mismo, el tipo de interés que equilibra el mercado de fondos prestables.

Cuando los bancos centrales reducen artificialmente los tipos de interés a corto plazo por debajo de sus respectivos niveles naturales de mercado, se producen dos distorsiones importantes en el normal funcionamiento de los mercados de capital. Por un lado, los ahorradores reciben una remuneración por debajo de la tasa de interés natural (que en equilibrio coincidiría con su tasa de descuento subjetiva intertemporal), desincentivando el ahorro y provocando una reducción de la oferta de fondos prestables. Por otro lado, los empresarios que financian sus proyectos de inversión a través del endeudamiento, pagarán un tipo de interés inferior sobre los préstamos bancarios, estimulando la inversión en proyectos de capital más arriesgados y en muchos casos inviables. Por tanto surge un problema de «riesgo moral» del que los bancos pueden salir especialmente perjudicados.

Por consiguiente, la reducción artificial de los tipos de interés resultante de la inyección de dinero a través del sistema crediticio provocará una expansión simultánea del gasto en bienes de consumo y en bienes de capital. Finalmente, la pugna entre consumidores y empresarios por unos recursos disponibles limitados se traducirá en tensiones inflacionistas no sostenibles, y los bancos centrales se verán obligados a elevar los tipos de interés a corto plazo para contrarrestar el aumento de los precios. La falta de coherencia entre las decisiones intertemporales de consumidores y productores acabará estrangulando la fase de crecimiento inicial transformándola en una recesión.

Garrison (2001) caracteriza magistralmente el ciclo económico austriaco como un proceso marcado por los malos procesos de inversión —o, dicho de otra forma, errores empresariales que favorecen una mala asignación de los recursos— y la sobre-

inversión —es decir, errores empresariales masivos. Los malos procesos de inversión provocan la contracción de la actividad económica, mientras que la sobreinversión hace que el ajuste económico, definido como el proceso de corrección de los errores cometidos en el pasado, sea lento y doloroso.

Efectivamente, la elevación de los tipos de interés tendrá un efecto devastador sobre los malos procesos de inversión. Muchos proyectos que inicialmente parecían factibles, ya no serán viables y deberán abandonarse. Numerosos negocios se declararán en quiebra, los empleados serán despedidos, y los consumidores desempleados reducirán su nivel de gasto. La etapa de «exuberancia irracional» (sobreinversión y malos procesos de inversión) dará lugar a un periodo de «sana recesión», en el que las empresas adoptarán un proceso de reestructuración para situar su stock de capital en línea con las preferencias de los consumidores. La actividad económica no entrará en una nueva etapa de crecimiento sostenible hasta que este esfuerzo de reestructuración se haya completado plenamente.²⁸

La principal diferencia entre un proceso de crecimiento sostenible y una expansión artificialmente generada debe buscarse en la relación que existe entre el ahorro y la inversión. Mientras que en el primer caso la inversión aumenta en respuesta a una elevación del ahorro, en el segundo ambas magnitudes se mueven en direcciones opuestas. Un aumento de la oferta monetaria canalizado a través del sistema crediticio, se traduce en un diferencial entre el ahorro y la inversión. Al tiempo que los empresarios —engañados y estimulados por la política de crédito barato impulsada por el banco central— se endeudan para invertir en proyectos de inversión a largo plazo, los consumidores —cuya tasa de descuento subjetiva permanece invariable— des-

²⁸ Por consiguiente, los teóricos austriacos definen las recesiones como procesos necesarios a través de los cuales los errores empresariales cometidos en el pasado (durante la fase de «exuberancia irracional») se revelan y comienzan a liquidarse, una vez el banco central endurece la ejecución de su política monetaria.

tinan más recursos hacia el consumo presente. De este modo, la expansión del crédito sin un respaldo previo del ahorro, provocará la aparición de errores empresariales masivos: la rebaja artificial de los tipos de interés inducirá a los empresarios a creer que los planes de consumo de los agentes se encuentran más orientados hacia el futuro de lo que realmente están, modificando erróneamente la estructura temporal del proceso productivo.

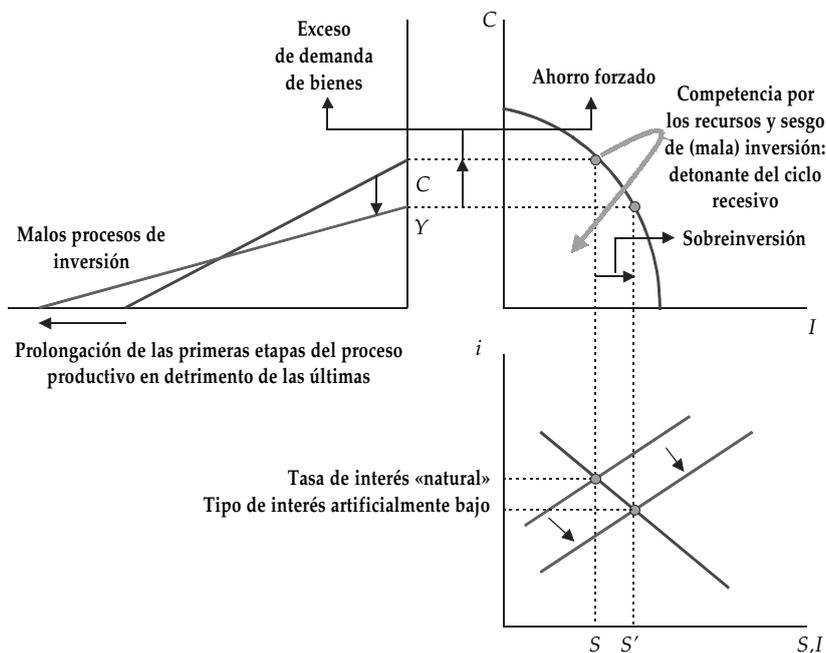
Las tensiones entre las decisiones de consumo-ahorro y los planes de inversión de las empresas son el germen de las inconsistencias que subyacen a un proceso de crecimiento insostenible. En éste, en lugar de producirse una transferencia de recursos entre los consumidores-ahorradores y los productores (como en las etapas de crecimiento sostenible), existe una lucha por los mismos que adopta la forma de un juego de tira y afloja (aumenta tanto el consumo como la inversión y la economía se desplaza temporalmente más allá de su FPP —figura 5.3) del que saldrá triunfante la inversión, y los consumidores quedarán sujetos a lo que Hayek llama el «ahorro forzado».²⁹

El auge inducido por la expansión artificial del crédito no puede durar. Los cambios provocados políticamente en los patrones de inversión y de consumo no tienen su base en modificaciones reales de las preferencias, por lo que la prolongación del proceso productivo (figura 5.3) no es compatible con los planes de consumo futuro de los perceptores de rentas. Cuando las tensiones inherentes al ciclo expansivo inicial afloran, el exceso de demanda de bienes de consumo presente provoca un aumento de su precio, incrementándose la rentabilidad de las etapas finales del proceso

²⁹ En esta misma línea de razonamiento, Machlup distingue entre «transferencia de crédito» —desde los ahorradores hacia los inversores— y «crédito creado» —de la nada por parte del banco central. Cuando un banco central inyecta dinero a través del sistema crediticio, el prestatario no es capaz de distinguir si el aumento del crédito tiene su base en «crédito creado» o «crédito transferido». Los economistas austriacos sostienen que la creación de crédito por parte del banco central engaña a los inversores, al hacerles creer que el nuevo «crédito creado» es «crédito transferido» y, por tanto, tiene su base en una expansión previa del ahorro privado.

productivo, en detrimento de aquellas en las que previamente se ha invertido (durante la fase de «exuberancia irracional»). Por otro lado, las tensiones inflacionistas se traducirán en una elevación de los tipos de interés de mercado, que pondrá en serias dificultades a las empresas excesivamente endeudadas.³⁰ Además del aumento de los costes financieros, las empresas deberán afrontar un incremento de los costes laborales: la pugna por los recursos productivos entre las primeras y las últimas etapas del proceso productivo propiciará un aumento de los salarios, especialmente en aquellas etapas más alejadas del consumo final.

FIGURA 5.3
EL CICLO ECONÓMICO AUSTRIACO:
TRANSFORMACIÓN DE UN PROCESO DE «EXUBERANCIA
IRRACIONAL» EN OTRO DE «SANA RECESIÓN»



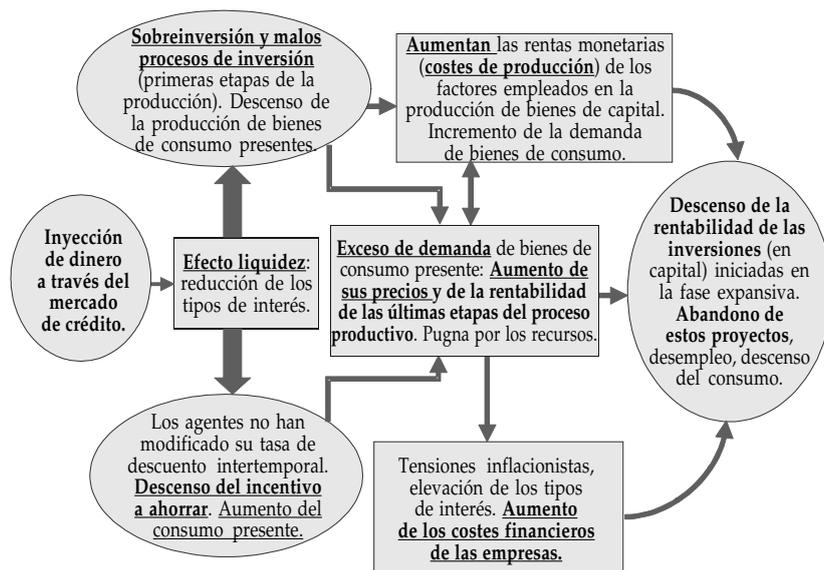
³⁰ Los propios bancos podrían atravesar por dificultades al incrementarse el número de impagos resultante de los malos créditos concedidos durante la fase expansiva.

De este modo, el escenario que marca el inicio de la crisis se caracteriza por una reducción de las expectativas de beneficio en aquellos sectores en los que se ha invertido durante la fase de exuberancia irracional, y un aumento de los costes de producción tanto laborales como financieros (véase figura 5.4). Como resultado de lo anterior, los beneficios empresariales caerán, elevándose la tasa de desempleo y reduciéndose los ingresos de las familias. La economía habrá entrado en una etapa de «sana recesión», necesaria para eliminar y corregir los errores de inversión cometidos en el pasado. Las empresas iniciarán un proceso de reestructuración del capital, caracterizado por el abandono o acortamiento de algunos proyectos de inversión, con el objeto de ajustar sus planes de producción al perfil intertemporal de la demanda de consumo vigente. Sólo cuando se complete este proceso, la actividad económica se recuperará entrando nuevamente en una fase de crecimiento estable.

En resumen, la teoría austriaca del ciclo económico muestra que una expansión monetaria canalizada a través de los mercados de crédito, genera un proceso de reestructuración del capital incompatible con la estabilidad de las preferencias intertemporales de los consumidores. Un descenso del tipo de interés inducido políticamente genera un aumento de la inversión a largo plazo en detrimento de la producción de bienes de consumo finales. No obstante, dado que los planes de consumo permanecen constantes y orientados hacia el presente, los nuevos proyectos de inversión fracasarán, transformando la expansión inicial en una «sana recesión».

Bajo este esquema, la única forma de evitar una crisis es impedir los malos procesos de inversión iniciales. No obstante, para lograr este objetivo, será necesario eliminar previamente cualquier manipulación arbitraria de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria (Cochran y Call, 2001). Sin embargo, al margen de este argumento, Huerta de Soto (1998) sostiene que la propia presencia de un sistema bancario con un coeficiente

FIGURA 5.4
EL CICLO ECONÓMICO AUSTRIACO: UNA EXPANSIÓN DE LA OFERTA MONETARIA CANALIZADA A TRAVÉS DEL SISTEMA CREDITICIO EN EL MODELO DE GARRISON (2001)



Fuente: Elaboración propia.

de reserva fraccionaria facilita un proceso de expansión múltiple de los depósitos por el cual se conceden nuevos créditos sin un respaldo previo de ahorro voluntario. Este proceso expansivo también da lugar a errores de inversión, contracciones crediticias, crisis bancarias³¹ y, en última instancia, paro y recesiones económicas. Para evitar esta situación, en el capítulo IX de su libro *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (1998), el profesor Huerta de Soto propone como solución una reforma del sistema bancario que establezca un coeficiente de caja del 100 por cien.

³¹ Bajo un sistema de reserva fraccionaria, en periodos de crisis o en situaciones de pánico bancario, las entidades de crédito son más vulnerables a corridas bancarias como la vivida recientemente por Argentina.

VI. LA TEORÍA DEL CICLO BASADA EN LA MACROECONOMÍA DEL CAPITAL EN EL MARCO DE LA LITERATURA ACADÉMICA SOBRE EL CICLO ECONÓMICO

Los ciclos económicos pueden definirse como las variaciones periódicas de los índices generales macroeconómicos —producción, inflación, empleo, etc.— por encima (expansión) o por debajo (recesión) de su línea de tendencia a largo plazo.

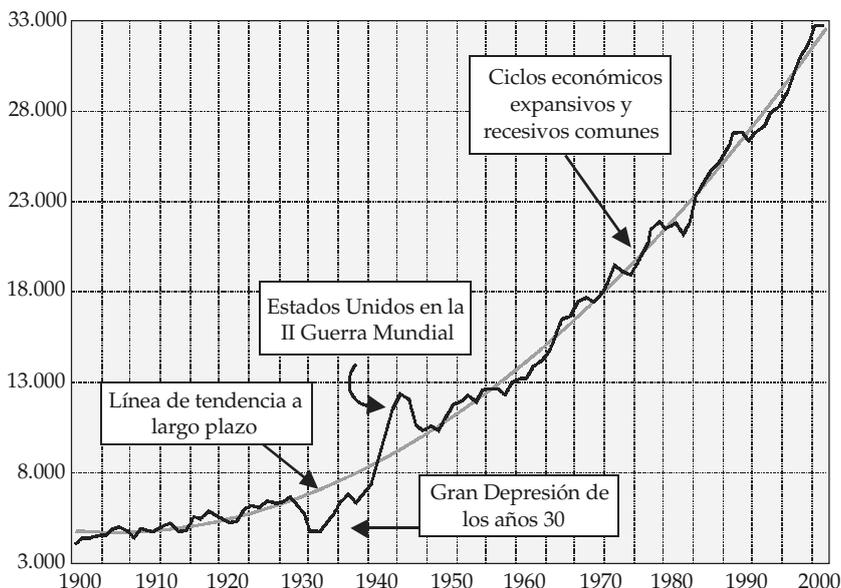
Aunque las recesiones y las depresiones difieren en cuanto a su intensidad y duración, pueden tener una misma causa. Las depresiones se caracterizan por ser mucho más intensas y prolongadas que las recesiones. Una depresión se define como un periodo prolongado de reducción acusada de la actividad económica de un país. Por ejemplo, en la figura 6.1 puede observarse la diferencia existente entre los ciclos expansivos y recesivos habituales, y la Gran Depresión de los años treinta en los Estados Unidos.³² Igualmente, puede comprobarse el fuerte efecto expansivo que tuvo la entrada de los Estados Unidos en la Segunda Guerra Mundial.

Si bien los datos registrados sobre los ciclos económicos se remontan hasta principios del siglo xix, los economistas todavía no han alcanzado un acuerdo sobre cuáles son sus causas. Las diferentes escuelas de pensamiento económico han sugerido todo tipo de explicaciones, desde el efecto de la actividad de las manchas solares sobre el clima o las mareas, hasta el alineamiento

³² Esta figura representa la evolución del PIB real per cápita utilizando un enfoque similar al desarrollado por Kehoe y Prescott (2002). No obstante, estos autores utilizan la evolución del PIB real por trabajador. Los ciclos económicos, así como las fases de expansión y depresión, se obtienen calculando la línea de tendencia a largo plazo de la economía a partir del filtro de Hodrick y Prescott (1980). Esta herramienta se ha convertido en un instrumento esencial para analizar los ciclos económicos a corto plazo en la actividad económica de un país. El filtro de Hodrick y Prescott descompone una serie temporal en dos componentes: una tendencia a largo plazo y un ciclo estacionario.

miento de los planetas y sus fuerzas magnéticas. No obstante, en la actualidad, los economistas prefieren observar causas más cercanas a la tierra y al entorno económico de las naciones.³³

FIGURA 6.1
EVOLUCIÓN DEL PIB REAL PER CÁPITA
DE LOS ESTADOS UNIDOS DURANTE EL PERÍODO 1900-2001



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos contenidos en The Society of Economic Dynamics, www.economicdynamics.org.

¿Cuáles son las causas de las recesiones periódicas? Todas las escuelas de pensamiento macroeconómico, al margen de sus diferencias respecto a los factores que causan los ciclos económicos, admiten que las oscilaciones de la producción en torno a su línea de tendencia tienen su origen en algún lugar profundo dentro de la propia economía de mercado.

³³ Por ejemplo, existe una preocupación creciente de los académicos, los políticos, y los propios participantes del mercado, por el comportamiento altamente procíclico de la política crediticia del sector bancario.

Las teorías del ciclo económico pueden agruparse atendiendo a diferentes criterios. Por un lado, pueden clasificarse según la escuela de pensamiento económico a la que pertenezcan. Por otro lado, pueden diferenciarse en teorías que explican el ciclo económico como un proceso que se autoperpetúa, y teorías que culpan de las recesiones a shocks o errores de carácter político. Finalmente, se puede distinguir entre aquellas teorías que atribuyen las causas de las fluctuaciones económicas a factores de carácter exógeno —por ejemplo, los enfoques keynesiano o neoclásico— y las teorías del ciclo económico de carácter endógeno —enfoque austriaco. Atendiendo a esta última clasificación, agruparemos las diferentes teorías del ciclo económico en: teorías que ignoran la existencia de ciclos, teorías del ciclo económico de carácter exógeno, y teorías del ciclo económico de carácter endógeno. (Véase figuras 6.2 y 6.3.)

1. Ausencia de ciclos económicos

En la visión clásica, la economía siempre opera en un nivel de equilibrio de pleno empleo. El ajuste perfecto de los mercados y la completa flexibilidad de precios y salarios permiten que la economía siempre se sitúe en su frontera de posibilidades de producción (FPP).³⁴ Los agentes eligen entre consumo y ahorro (inversión), existiendo un *tradeoff* entre ambas magnitudes. A lo largo del tiempo, un aumento de la inversión fundamentado en un incremento previo del ahorro conduce a unas tasas de crecimiento más altas, provocando desplazamientos hacia arriba y hacia la derecha de la FPP (figura 6.2). Por tanto, en el enfoque clásico no hay margen para la existencia de fluctuaciones cíclicas a corto plazo, sólo para el crecimiento secular (véase Oppers, 2002) —es decir, la producción se desplaza a lo largo de su línea de crecimiento potencial a largo plazo, y no fluctúa en torno a ésta (figura 6.3).

³⁴ Es decir, en su nivel de producción potencial.

2. Teorías del ciclo económico de carácter exógeno

a) *La teoría keynesiana*

En la macroeconomía keynesiana, las fluctuaciones de la producción son causadas por la variabilidad de la demanda agregada. El consumo se observa como una variable relativamente estable, por lo que los ciclos recesivos se deben a un debilitamiento de la demanda agregada atribuible a la disminución de la demanda de inversión. Keynes culpaba de las recesiones a la inestabilidad de la inversión, causada por los volubles «espíritus animales» y los comportamientos de rebaño. En un mundo keynesiano, cuando la inversión se hunde, el empleo y la rentas de las familias caen, acentuando la contracción inicial de la demanda.

Dado que en el enfoque keynesiano la demanda de trabajo se define como una demanda derivada de la evolución del mercado de bienes, la receta keynesiana para superar un ciclo recesivo y devolver a la economía a una situación de pleno empleo pasa por la adopción de políticas de demanda expansivas.³⁵

Considerando la figura 6.2, en un mundo keynesiano la economía sufre una escasez de demanda crónica que la sitúa en un estado depresivo continuo —es decir, por debajo de su frontera de posibilidades de producción (FPP). En este contexto, las políticas de estímulo de la demanda pueden desplazar la economía hacia una situación de pleno empleo (por tanto, alcanzar su FPP). Partiendo de una situación de infrautilización de los recursos productivos —paro keynesiano— y como consecuencia de los conocidos multiplicadores del gasto, el consumo y la inversión se mueven conjuntamente y en la misma dirección en respuesta a los estímulos procedentes por el lado de la demanda.

³⁵ Especialmente políticas fiscales, dado que Keynes desconfiaba de la efectividad de la política monetaria ante el problema de la «trampa de la liquidez». Una reducción de los impuestos y/o un aumento del gasto público permitiría incrementar la demanda agregada, contrarrestando la debilidad de la demanda de inversión.

La figura 6.3, muestra que en un mundo keynesiano la producción suele moverse por debajo de su línea de crecimiento potencial, observándose un efecto «límite superior».

b) La teoría de los ciclos económicos reales

Este es el programa de investigación que han seguido los nuevos clásicos. Surgido a principios de la década de los ochenta de la mano de Edward Prescott y otros economistas, observa que todas las fluctuaciones cíclicas son causadas por shocks de productividad exógenos. En lugar de explicar el ciclo económico en términos de fallos o imperfecciones de los mercados (enfoque keynesiano), los modelos del ciclo económico real contemplan las expansiones y recesiones como la respuesta óptima de las familias y de las empresas a los cambios de productividad.

Los teóricos del ciclo económico real suponen que los mercados están siempre en equilibrio y que, por tanto, la producción siempre se sitúa en su nivel natural (o potencial). Por esta razón, asumen que todas las variaciones de la producción son variaciones del nivel natural y no respecto al nivel natural.³⁶ Pero, ¿a qué se deben estas variaciones? Prescott sugiere que al propio progreso tecnológico. A medida que se producen nuevos avances tecnológicos la productividad aumenta. Ese aumento de la productividad provoca una subida de los salarios, lo que genera un efecto sustitución que induce a los perceptores de renta a trabajar más. De este modo, los aumentos de la productividad suscitan expansiones de la producción y de la tasa de actividad. No obstante, resulta difícil admitir que pueda aplicarse lo contrario para el caso de las recesiones: ¿es admisible asumir la existencia de procesos de deterioro tecnológico recurrentes para explicar los ciclos recesivos que se observan periódicamente? Si se acepta esta posibilidad, entonces, parafrasean-

³⁶ En términos de la figura 6.2, variaciones de la FPP y no respecto a la FPP.

do a Mike Mussa, «los años de la Gran Depresión podrían haberse caracterizado como los años de la Gran Vacación».³⁷ Si, por el contrario, se niega esta posibilidad, los únicos movimientos que desplazarían la frontera de posibilidades de producción serían resultado de avances tecnológicos no esperados —es decir, shocks de productividad exógenos de carácter positivo (véase figura 6.2). Estas perturbaciones ocasionarían variaciones de la línea de crecimiento potencial, pero no fluctuaciones en torno a ésta (figura 6.3).

La teoría de los ciclos económicos reales ha sido criticada en éste y otros muchos aspectos. Por un lado, al argumento anterior podría añadirse la idea de que es difícil aceptar que las innovaciones tecnológicas, que tardan mucho tiempo en difundirse, sean las principales responsables de las fuertes oscilaciones cíclicas a corto plazo que se observan en la realidad. Partiendo de este razonamiento, Solow (2000) sostiene que la idea de que los ciclos económicos sean ajustes óptimos a shocks tecnológicos no esperados, resulta «espectacularmente inverosímil». Por otro lado, muchos autores también critican el hecho de que estos modelos consideren que el dinero y la política de los bancos centrales sean totalmente irrelevantes como causas explicativas de los ciclos expansivos y recesivos.

No obstante, aunque no admitan que los errores de política económica son una de las causas potenciales de las recesiones y depresiones económicas, los teóricos del ciclo económico real asumen que las políticas contracíclicas son contraproducentes, pues vinculan unos costes superiores a los beneficios (véase Prescott, 1986).³⁸

³⁷ Debería interpretarse que los descensos de productividad, atribuidos a un shock tecnológico de carácter negativo, habrían estimulado un fuerte crecimiento del ocio entre la clase trabajadora. Véase *The Economist*, 28 de septiembre de 2002.

³⁸ Partiendo de la idea de que los periodos recesivos son resultado de shocks de oferta/productividad de carácter negativo, sostienen que no existe justificación alguna para que los gobiernos adopten políticas keynesianas de estímulo de la demanda.

c) La teoría de los shocks exógenos

Sostiene que las recesiones son causadas por hechos no esperados, como el aumento de los precios del petróleo a mediados de la década de los 70 o, como algunos han intentado defender, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. Bajo este razonamiento, las recesiones son totalmente impredecibles, por lo que no pueden impedirse. No obstante, una vez se producen, los gobiernos pueden utilizar las armas de la políticas fiscal y monetaria para amortiguar el descenso de la demanda agregada.

3. Teorías del ciclo económico de carácter endógeno

a) La teoría monetaria de los errores políticos

El monetarismo surge como un intento de reafirmar la importancia económica del dinero y de la política monetaria como causa explicativa de los ciclos económicos. Este enfoque sostiene que casi cada recesión desde 1945, con la excepción de la del último año, fue precedida por un profundo aumento de la inflación que forzó a los bancos centrales a elevar los tipos de interés. El primer error fue permitir que las economías se sobrecalentaran, el segundo pisar demasiado fuerte los frenos.³⁹ Esta teoría dio lugar a la creencia popular de que las recesiones podían evitarse tan pronto como los gobiernos persiguiesen políticas monetarias prudentes para mantener la tasa de inflación baja y estable.

Desde la perspectiva monetarista, el gobierno puede desestabilizar la actividad económica al interferir en los mecanismos normales de ajuste de la economía privada. En este sentido,

³⁹ En este sentido, el fallecido Rudiger Dornbusch, un economista del Instituto Tecnológico de Massachussets (MIT), señalaba: «Ninguna de las expansiones de posguerra murió de edad avanzada, todas ellas fueron asesinadas por la Reserva Federal» (véase *The Economist*, 28 de septiembre de 2002).

dentro del enfoque monetarista es posible distinguir dos teorías alternativas: 1) los modelos monetaristas que incorporan la curva de Phillips ajustada por las expectativas, y 2) el llamado *Plucking Model*.

Las teorías monetaristas que incorporan la curva de Phillips ajustada por las expectativas, admiten que las variaciones de la oferta monetaria producen movimientos temporales en los niveles de producción y empleo que los alejan de sus correspondientes tasas naturales.⁴⁰ No obstante, al final ambas variables retornarán a las mismas. Este enfoque asume la existencia de un *tradeoff* a corto plazo entre inflación y desempleo, como consecuencia de que los agentes pueden verse sorprendidos en sus expectativas tras una expansión monetaria no esperada, y de que los precios muestran cierto grado de rigidez a corto plazo. Un incremento de la oferta monetaria no anticipado permitirá a la economía situarse más allá de su FPP (es decir, por encima de su nivel natural de producción —véase figura 6.2), pero sólo temporalmente, el tiempo que tarden los agentes en reaccionar y los precios y los salarios en ajustarse plenamente. En ese momento la economía retornará a su FPP, es decir, a su nivel de producción natural.

La versión de la teoría monetaria que incluye la curva de Phillips requiere continuas expansiones monetarias, y por tanto continuas elevaciones de la tasa de inflación, para sostener la producción permanentemente más allá de la FPP. No obstante, esta situación se traducirá en una aceleración de las tensiones inflacionistas que finalmente obligará a las autoridades monetarias a disciplinar la ejecución de su política monetaria. En ese momento la economía comenzará a retornar a sus niveles de producción iniciales, pero con una tasa de inflación mucho más

⁴⁰ Milton Friedman desarrolló la teoría de la tasa natural, según la cual hay un nivel de producción de equilibrio y una tasa de paro concomitante, que vienen determinados por los factores reales de la economía: la oferta de factores de producción, la tecnología, y sus instituciones.

alta. Este es el conocido «sesgo inflacionario» de las políticas monetarias discrecionales al que se refieren Barro y Gordon en sus trabajos de 1982 y 1983. En estos modelos, sólo la adopción de políticas monetarias disciplinadas a través de reglas estrictas de obligado cumplimiento permitirá eliminar el sesgo inflacionario de las políticas monetarias utilizadas de forma discrecional.

Por tanto, según la perspectiva monetarista, las expansiones monetarias inducidas políticamente son insostenibles, ya que finalmente los precios se ajustarán y la economía retornará a su punto de partida. Las expansiones monetarias no anticipadas sólo pueden mover temporalmente la economía por encima de su nivel de producción natural, y siempre al coste de incrementar las tensiones inflacionistas.⁴¹ De este modo, los monetaristas utilizan su teoría de la tasa natural para justificar la adopción de políticas disciplinadas basadas en reglas estrictas de obligado cumplimiento, frente a las políticas económicas discrecionales keynesianas, cuya orientación responde a la evolución del ciclo económico.

El segundo enfoque monetarista es el contenido en el *Plucking Model* de Friedman de 1993. Este autor sostiene que los datos sobre el crecimiento americano en la segunda mitad del siglo xx apoyan la existencia de un importante efecto «límite superior» —es decir, las tasas de crecimiento son en promedio inferiores a un techo superior pero tienden hacia él. En el *Plucking Model*, el crecimiento de pleno empleo «natural» es interrumpido por un desequilibrio monetario: una contracción de la oferta monetaria tira de la economía hacia abajo situándola por debajo de su tasa de crecimiento potencial (FPP) y provocando una recesión. Estos «tirones» se interpretan como errores de política económica aleatorios que reducen la oferta monetaria o no la incrementan en respuesta a un aumento de la demanda de dinero. El

⁴¹ Se acepta que la curva de Phillips a largo plazo es vertical.

exceso de demanda de dinero resultante, junto con la rigidez de precios señalada anteriormente, suscita una recesión seguida por una recuperación posterior —que puede estar ayudada o no por una política monetaria expansiva. Alcanzado este punto, la economía retornará nuevamente hacia su FPP (figura 6.2). Observando la figura 6.3, puede contemplarse la semejanza que existe entre este enfoque y la teoría del ciclo keynesiana.⁴²

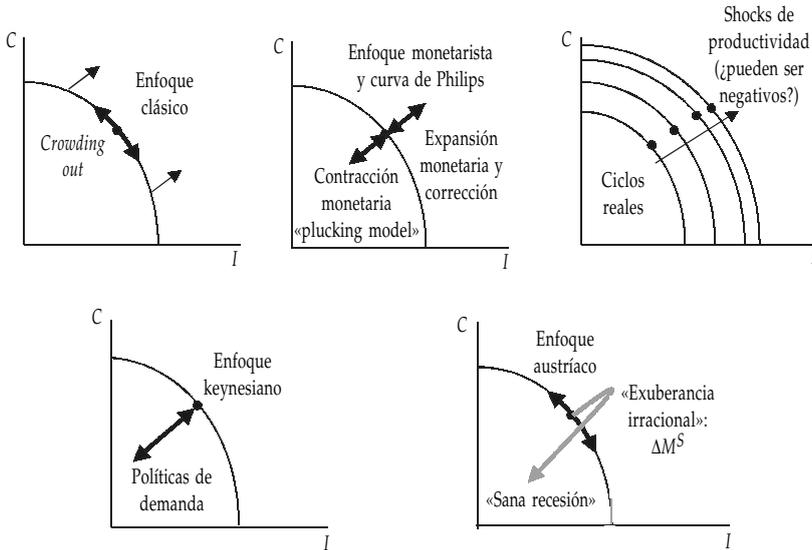
b) La teoría austriaca del ciclo económico

Resumiendo lo visto en los apartados anteriores, la teoría austriaca del ciclo económico es una teoría esencialmente monetaria. En el enfoque austriaco, en una economía en la que los precios de mercado se determinan sin ningún tipo de perturbación o intromisión por parte del Estado, los tipos de interés son un instrumento de señalización fundamental que coordina las decisiones intertemporales de inversión y de consumo de los agentes privados.⁴³ En este sentido, los economistas austriacos temen que los bancos centrales interfieran en el proceso de libre determinación de los tipos de interés —falseando las señales coordinadoras que ofrecen— provocando una incompatibilidad absoluta entre las decisiones intertemporales de productores y consumidores. En este caso, un proceso de expansión económica contendrá las semillas de su propia destrucción.

⁴² La razón puede ser que, en muchos aspectos, no existe una gran diferencia entre el keynesianismo y el monetarismo, salvo en lo que se refiere a la efectividad de la política monetaria.

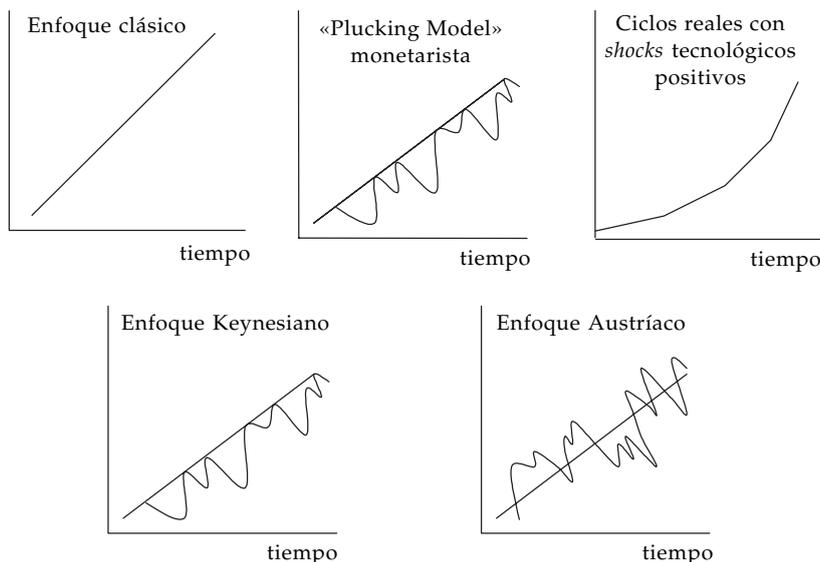
⁴³ En un mercado libre, los tipos de interés son determinados por la preferencia subjetiva intertemporal de los agentes, y por la oferta y la demanda de fondos prestables. De este modo, los tipos de interés reflejan las preferencias temporales de los consumidores. Así, si existe un bajo nivel de ahorro, la oferta de dinero prestable será reducida y la competencia por estos recursos limitados provocará un aumento de los tipos de interés. En un mercado libre, el tipo de interés será la variable precio que equilibre la oferta y la demanda de fondos prestables, ofreciendo señales certeras y fiables a los agentes que integran la economía.

FIGURA 6.2
 CARACTERIZACIÓN DE LAS TEORÍAS
 DEL CICLO ECONÓMICO A PARTIR DE LA FRONTERA
 DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN DE UNA ECONOMÍA



En términos de la figura 6.2, una expansión monetaria canalizada a través del sistema crediticio por parte del banco central provocará un desplazamiento de la economía más allá de su FPP (fase de «exuberancia irracional»). Sin embargo, este desplazamiento sólo será temporal: las tensiones inherentes al proceso expansivo inicial, provocado artificialmente, acabarán transformándolo en una «sana recesión» en la que se procederá a la liquidación de los errores cometidos en el pasado. La figura 6.3 muestra que el perfil típico de un ciclo austriaco se caracteriza por las oscilaciones de la producción en torno a la línea de crecimiento potencial. (Obsérvese la semejanza de esta figura y la figura 6.1.)

FIGURA 6.3
 CARACTERIZACIÓN DE LAS TEORÍAS
 DEL CICLO ECONÓMICO A PARTIR DE LA LÍNEA DE TENDENCIA
 O DE CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



No obstante, retornando a la teoría de los ciclos económicos reales, Cochran y Call (2001) muestran que este perfil también podría responder a un shock de productividad exógeno. En este caso, el ciclo económico podría ser una respuesta combinada a dos factores: un shock tecnológico de carácter positivo y una expansión artificial del crédito destinada a financiar los nuevos proyectos de inversión resultantes. El aumento de la productividad potencial de los nuevos proyectos de inversión elevaría la demanda de crédito; sin embargo, este aumento de la demanda sería parcialmente acomodado mediante la creación de crédito «de la nada» —es decir, crédito no respaldado por una expansión previa del ahorro privado. Por tanto, en este caso el ciclo

económico sería una combinación de crecimiento sostenible e insostenible. Parte del crecimiento de la inversión durante el periodo de respuesta de la economía se materializaría en malos proyectos de inversión. A medida que estos proyectos se descubriesen y corrigiesen, la productividad se reduciría y se mostraría en los datos agregados de la economía como un shock de productividad negativo. De este modo, la creación de crédito durante el periodo expansivo, en lugar de ser una respuesta endógena inofensiva de los bancos a las condiciones cambiantes del mercado, establecería la base para el desarrollo de un ciclo expansivo-recesivo de características similares al propuesto por la teoría del capital.

VII. LA «CURA» DE LAS RECESIONES ECONÓMICAS. ¿PUEDE Y DEBE EVITARSE UN PERIODO RECESIVO?

Tradicionalmente, los teóricos del ciclo económico han prestado demasiada atención a los síntomas y no a las causas de las fluctuaciones económicas. Los economistas tienden a centrarse en qué tipo de «estímulos» deben aplicarse para estabilizar y reactivar la economía, en lugar de determinar y analizar los factores que han provocado el inicio del ciclo económico recesivo. Shostak (2001b) afirma que el propósito de cualquier definición en macroeconomía es identificar los elementos fundamentales que causan el fenómeno que estamos tratando de identificar. Así, la definición del concepto «recesión» debería al menos identificar los factores fundamentales que pueden provocarla. Es aquí, precisamente, donde falla la definición tradicional de este concepto. Habitualmente, los periodos recesivos se han observado como episodios en los que se produjo un profundo descenso de la demanda agregada. Sin embargo, la demanda agregada no tiene vida propia, de manera que los orígenes de las fases recesivas deben buscarse por el lado de

la oferta de la economía. No hay consumo sin producción previa.

Durante más de treinta años los economistas han adoptado la visión del ciclo económico mantenida por John Maynard Keynes en *La Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*. Sin embargo, Rothbard (2002) sostiene que detrás de las representaciones gráficas, las matemáticas, y la rudimentaria jerga del keynesianismo, existe un tratamiento muy simple e incluso ingenuo de las expansiones y las recesiones. Así, si existe inflación, se supone que la causa es la existencia de un gasto excesivo por parte del público; por tanto la solución al problema pasa por que el gobierno, que adquiere el papel de estabilizador y regulador de la economía nacional, intervenga y fuerce a los individuos a gastar menos (por ejemplo, incrementando los impuestos). Por el contrario, si existe una recesión, ésta se debe a una insuficiente demanda agregada, por lo que la solución pasa por que el gobierno incremente su propio gasto, preferentemente incurriendo en déficits, para expandir la demanda agregada.

Durante muchos años prevaleció la idea de que las políticas de demanda expansivas eran buenas para la economía en general, y para las empresas en particular. La mayoría de las escuelas de pensamiento económico adoptaron la misma actitud. De este modo, la economía se concebía como un paciente manejable, pero al mismo tiempo problemático y obstinado, con una continua tendencia a enredarse en tasas de inflación y de desempleo elevadas. La visión de autores como Galbraith en 1982 era que la economía podía modernizarse de una forma exacta, precisa y razonable. Supuestamente, esa modernización permitiría la identificación de las fuentes potenciales de descoordinación antes de que se produjeran. Una vez fuesen determinadas, el siguiente paso consistiría en formular políticas que las contrarrestaran. De este modo, la función del gobierno era asimilable a la de los viejos doctores, siempre vigilantes, velando por la salud y la estabilidad de su «paciente económico». Desafortuna-

damente, la premisa inicial —que las fuentes de descoordinación pueden anticiparse— es defectuosa.⁴⁴

Si Karl Marx concluía que los ciclos económicos eran un rasgo inherente de las economías de mercado capitalistas, la mayoría de las escuelas de pensamiento económico actuales admiten que los ciclos económicos tienen su origen en algún lugar profundo dentro de la economía de mercado. Por tanto, en general, se considera que la economía de mercado, propensa al fallo, es culpable de los ciclos económicos.

Por otro lado, mientras Karl Marx creía que las depresiones periódicas serían cada vez peores, hasta que las masas se alzasen en armas y destruyesen el sistema capitalista, una proporción importante de los economistas modernos asumen que los gobiernos pueden estabilizar de forma satisfactoria los episodios recesivos, suavizando el perfil de los ciclos económicos. Estos autores sostienen que si el problema de los ciclos económicos se encuentra en el propio funcionamiento de la economía de mercado, será necesaria alguna forma de intervención masiva por parte de los poderes públicos.

Keynesianos y monetaristas asumen que la salud de una economía depende del nivel de la demanda agregada. Su argumento es el siguiente: si los consumidores y los inversores se muestran confiados y seguros, la economía prosperará; por el contrario, si los consumidores y los inversores pierden confianza en el futuro (incierto), el descenso del gasto provocará una recesión. Es aquí donde los teóricos keynesianos proponen la adopción de políticas de demanda expansivas, que compensen la evolución pesimista de las expectativas de los agentes privados.

⁴⁴ No obstante, en una muestra de lo que Hayek llama la «fatal arrogancia», muchos economistas contemporáneos continúan creyendo en la eficacia de las políticas contracíclicas, partiendo de la base de que las potenciales perturbaciones descoordinadoras que pueden golpear a una economía son anticipables con la suficiente antelación. Una vez anticipadas, el gobierno siempre está en disposición de encontrar las políticas adecuadas para contrarrestar los efectos de la descoordinación.

Los primeros keynesianos dudaban de la efectividad de la política monetaria. Un uso discrecional de las políticas monetarias destinado a estabilizar los niveles de producción y empleo de la economía podía tropezar con el problema de la «trampa de la liquidez». Por tanto, partiendo de este argumento, los antiguos keynesianos sugerían la adopción de políticas fiscales expansivas que, preferentemente, debían adoptar la forma de obras públicas. No obstante, el problema era cómo financiar estos proyectos sin incurrir en un aumento del déficit público. Si los gobiernos elevaban los impuestos o emitían deuda pública, los ciudadanos dispondrían de menos dinero para el consumo, lo que minaría total o parcialmente el efecto expansivo de las políticas gubernamentales. Por el contrario, si acudían al recurso del señoreaje, las cosas podían empeorar en lugar de mejorar.

En las últimas décadas, los nuevos keynesianos sostienen que la política monetaria es una de las herramientas principales que debe utilizar el político para estabilizar los niveles de producción y empleo de la economía. Los modernos keynesianos afirman que tanto las variables de la política monetaria como de la política fiscal, deben ajustarse activamente para compensar los efectos desestabilizadores de los shocks exógenos que golpeen a la economía. Por tanto, la nueva generación de keynesianos apoya un uso discrecional de las medidas monetarias y fiscales. En este sentido, se oponen a la política de tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria, abrazada por Milton Friedman y otros autores en la década de los cincuenta.

En el año 1947, en pleno apogeo de la teoría keynesiana en los Estados Unidos, Friedman propuso la adopción de reglas estrictas de obligado cumplimiento en la ejecución de la política monetaria por parte de los bancos centrales. Más tarde, este autor reforzaría su ofensiva contra el uso discrecional (keynesiano) de las políticas monetarias, apoyándose en los resultados que había obtenido en una investigación sobre la historia mone-

taria y bancaria de los Estados Unidos en un periodo que abarcaba alrededor de cien años.⁴⁵ El resultado de estos estudios llevó a Friedman a la conclusión de que: «En casi cada etapa, las grandes inestabilidades en Estados Unidos han sido producidas, o por lo menos ampliamente intensificadas, por la inestabilidad monetaria. La inestabilidad monetaria a su vez ha surgido generalmente, bien de la intervención gubernamental o bien de la controversia acerca de lo que la política monetaria gubernamental debía ser. Por tanto, el fallo del Gobierno en proveer una estructura monetaria estable ha sido uno de los principales, si no el principal factor responsable de nuestras inflaciones y depresiones realmente severas.»

Igualmente, Friedman sostenía que la Gran Depresión de los años treinta hubiese sido considerablemente menor de no haber sido por la inadecuada política monetaria ejecutada por la Reserva Federal. Por otro lado, el premio Nobel de Economía en 1976 consideraba que el impacto de las expansiones monetarias sobre la demanda agregada y los niveles de producción y empleo se producía con cierto retardo (que puede oscilar entre los seis y los dieciocho meses). Por tanto, para compensar el efecto desestabilizador de un shock exógeno a través de la política monetaria, el banco central debía ser capaz de anticiparlo con varios meses de antelación.⁴⁶ Friedman afirma que los economistas no sabemos lo suficiente para lograr este objetivo. Dada esta limitación, la longitud y la variabilidad del retardo con el que se manifiestan los efectos de la política monetaria desaconsejan su

⁴⁵ Véase al respecto Milton Friedman and Anna Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press. Igualmente, para un excelente estudio acerca de la efectividad de las políticas económicas, y del eterno debate entre keynesianos y monetaristas, véase Lasa (1984), de cuyas páginas se extraen algunas de las ideas contenidas en este apartado.

⁴⁶ De lo contrario, dado el retardo con el que se manifiesta el efecto de las políticas monetarias, los resultados de las medidas contracíclicas podrían sentirse cuando la economía espontáneamente hubiese recuperado su nivel de actividad. En este caso, la medida en cuestión sería procíclica y no contracíclica, contribuyendo a incrementar, en lugar de reducir, la inestabilidad de la economía.

uso como instrumento contracíclico. Asumiendo el potencial desestabilizador que puede tener un uso discrecional de la política monetaria, los monetaristas proponen mantener un ritmo de crecimiento anual constante de la oferta monetaria. Esta regla debería observarse estrictamente, sin importar cuáles fueran las fluctuaciones que experimentara la economía.

La propuesta de Friedman suscitó un eterno debate entre keynesianos y monetaristas: ¿debía existir un uso discrecional de la política monetaria o debía aplicarse en base a reglas estrictas de obligado cumplimiento? O, dicho de otra forma, ¿debía supeditarse la evolución de la oferta monetaria a las fluctuaciones del ciclo económico, o debía mantenerse una tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria al margen de las fluctuaciones económicas? El modelo monetarista que incluye la curva de Phillips ajustada por las expectativas y, posteriormente, los modelos de Barro y Gordon de la década de los ochenta, mostrarían el «sesgo inflacionista» resultante de un uso discrecional de las políticas monetarias.⁴⁷

A la luz de la teoría austriaca del ciclo económico, un uso discrecional de la política monetaria como instrumento contracíclico para evitar las etapas recesivas sólo prolongaría la fase de «exuberancia irracional», al provocar una nueva oleada de malos proyectos de inversión.⁴⁸ Sin embargo, tal y como sostiene

⁴⁷ No obstante, paradójicamente, en la actual crisis japonesa el propio Milton Friedman reclama un «incremento masivo» de la cantidad de dinero para estimular un rápido crecimiento de la actividad económica del país. Esto, a pesar de que el Banco de Japón ha mantenido las tasas de descuento por debajo del 0,5% desde 1995. Probablemente, Friedman se basa en el conocido Plucking Model para hacer su afirmación (habiendo dejado a un lado al modelo monetarista que incorpora la curva de Phillips ajustada por las expectativas). Sin embargo, si los estímulos monetarios pudieran reactivar la economía, sin duda alguna ya lo habrían hecho hace tiempo, aunque autores como Krugman (1999) sostienen que esto no es posible, ya que Japón se encuentra ante un problema de «trampa de la liquidez». Véase al respecto el apartado de comentarios finales.

⁴⁸ Acudir a medidas monetarias contracíclicas sólo acentuará la mala asignación de los recursos productivos. Sin embargo, este efecto será difícil de reconocer, ya que se enmascara en forma de un aumento de la prosperidad. Los agentes sólo se

Shostak (2001a), «la dureza con la que se manifieste un ciclo recesivo dependerá de la intensidad de la etapa de exuberancia irracional previa». Así, cuanto más tiempo se mantengan los tipos de interés por debajo de su tasa natural, más dolorosa será la recesión posterior. Acudir a continuas rebajas de los tipos de interés como forma de mitigar los efectos de un episodio recesivo sólo logrará posponer el ajuste de la economía, que tarde o temprano se manifestará con una inusitada virulencia. Por otro lado, si en el enfoque austriaco del ciclo económico las políticas de dinero fácil son la causa del ciclo económico recesivo, parece razonable asumir que la adopción de nuevas expansiones monetarias nunca podrá ser la solución.

Mises y los autores austriacos en general culpan de los ciclos económicos a las expansiones de crédito bancario impulsadas por la intervención del gobierno y de su banco central en los mercados monetarios. Son las tensiones inflacionarias resultantes de un proceso de inyección indiscriminada de dinero a través del sistema bancario lo que hace que una recesión se convierta en una fase necesaria para la corrección de los errores cometidos en la etapa expansiva. Las depresiones se consideran procesos a través de los cuales la economía de mercado se ajusta, elimina los excesos y las distorsiones resultantes de la expansión inflacionaria previa, liquida las inversiones insostenibles aparecidas durante el boom especulativo precedente, restaura las proporciones entre consumo e inversión que son verdaderamente deseadas por los agentes de la economía, y restablece unas condiciones económicas sólidas que permitan a la economía iniciar una nueva etapa de crecimiento sostenible. Por tanto, la recesión es una reacción dolorosa, necesaria, e inevitable, a las distorsiones y los excesos provocados durante la fase de «exuberancia irracional».

darán cuenta del problema cuando el reventón inevitable de la burbuja especulativa origine un ajuste doloroso. Este ajuste será tanto más intenso cuanto más tiempo se mantenga la política de expansión monetaria que impida el necesario ajuste que requiere la actividad económica.

En esta perspectiva, ¿qué medidas de política económica deberían adoptarse una vez se produce la recesión? En primer lugar, el gobierno debería dejar de expandir las magnitudes monetarias, y por tanto de generar inflación, tan pronto como fuera posible. Es cierto que esto provocaría que el boom inflacionario previo finalizara de forma repentina y dramática comenzando la inevitable recesión. Pero cuanto más tarde el gobierno en adoptar esta medida, más doloroso será el ajuste. Esto también implicaría que el gobierno nunca debería tratar de apoyar situaciones empresariales insostenibles; dicho de otra forma, nunca debería ayudar financieramente o prestar dinero a empresas que se encontraran en una situación especialmente delicada. Hacer esto sólo prolongaría la agonía, convirtiendo una fase recesiva, que debería transcurrir en el plazo de tiempo más breve posible, en una enfermedad crónica (Rothbard, 2002).

Pero ¿cómo es posible que las expansiones inducidas políticamente puedan subsistir durante años sin que se revelen las fuertes inconsistencias, incoherencias, tensiones, o los malos procesos de inversión masivos, resultantes de las fases de exuberancia irracional? En la *Acción Humana*, Ludwig von Mises escribió: «Es inútil justificar una nueva expansión del crédito refiriéndose a la capacidad no utilizada, no vendida... a los stocks y a los trabajadores ociosos... la creencia de los defensores de la expansión del crédito y de la inflación en que la ausencia de medidas adicionales de expansión que generen inflación... perpetuará la depresión es completamente errónea. Los remedios que estos autores sugieren sólo deprimirán [y ralentizarán] el proceso de recuperación.» (Paréntesis añadido.)

En esta misma línea de razonamiento, en *America's Great Depression* (2000), Murray Rothbard afirma: «Si el gobierno desea observar el fin de una depresión tan rápido como sea posible, y el retorno de la economía a su nivel de prosperidad normal, ¿qué curso de acción debería adoptar? El primer y más claro mandato es: no interferir en el proceso de ajuste de los mercados. Cuanto

más intervenga el gobierno para retrasar el ajuste del mercado, más extensa y más dura será la depresión, y más dificultoso será el camino para completar la recuperación.»

Rothbard sostiene que las expansiones artificiales —inducidas políticamente— serán de corta duración si la expansión del crédito bancario es temporal, y no permanente. Sin embargo, en el mundo real, dado que las expansiones del crédito se repiten una y otra vez, nunca se deja a los consumidores la oportunidad de restablecer sus proporciones deseadas de consumo y ahorro. Igualmente, esta situación impide el necesario reajuste de la estructura productiva a las preferencias intertemporales de los consumidores, y perpetúa las inconsistencias propias de la fase de «exuberancia irracional».⁴⁹ Del mismo modo, la receta de Ludwig von Mises en tiempos de crisis es simple y directa: «Todos los intentos para salir de la crisis mediante la adopción de nuevas medidas intervencionistas son completamente equivocados. Sólo hay una forma de salir de la crisis: renunciar a cualquier intento de impedir el impacto de los precios de mercado sobre la producción. Renunciar a la adopción de políticas que busquen establecer los tipos de interés, los salarios y los precios de las mercancías a unos niveles diferentes a los que fija el mercado».

Finalmente, gran parte de la teoría austriaca del ciclo económico queda recogida en esta frase concisa pero intensa de Mises: «Obstaculizar las funciones del mercado y la formación de los precios no crea orden. Todo lo contrario, conduce al caos, a la crisis.»

En la misma línea de razonamiento de autores como Mises o Rothbard, Gallaway y Vedder (2000) desarrollan un análisis

⁴⁹ No obstante, continúa Rothbard, sí hay algo que el Sector Público pueda hacer durante una depresión: puede rebajar drásticamente su peso relativo, reduciendo sus propios gastos e impuestos. La reducción de la carga fiscal del gobierno estimularía el ahorro y, por tanto, los procesos de inversión sostenibles, no las malas inversiones provocadas por la política de dinero barato del Banco Central.

empírico que les permite llegar a la conclusión de que la ejecución de políticas de estabilización macroeconómica bajo el mejor de los escenarios posibles (es factible medir el grado de descoordinación y los políticos son capaces de introducir la cantidad precisa de recoordination necesaria para contrarrestar la descoordinación observada) es desestabilizadora en lugar de estabilizadora. Por tanto, «la idea de una política macroeconómica contracíclica (o estabilizadora) a corto plazo es un ejercicio de torpeza» (Gallaway y Vedder, 2000).

Cualquier intento del gobierno de impedir un proceso recesivo expandiendo las magnitudes monetarias una y otra vez y, por tanto, generando inflación, estará condenado al fracaso y sólo pospondrá indefinidamente el necesario ajuste que debe experimentar la economía para corregir los errores de inversión masivos cometidos en el pasado. Por tanto, el gobierno no debe hacer nada para estimular el consumo, por lo que no debe incrementar su propio gasto, ya que esto sólo alteraría aún más la proporción consumo/ahorro (o consumo/inversión) deseada por los agentes. De este modo, la receta contra la depresión ofrecida por Mises es justo la contraria a la keynesiana.⁵⁰

Sólo cuando la expansión del crédito bancario finaliza —o, lo que es lo mismo, el banco central deja de intervenir en el libre funcionamiento del mercado monetario— ya sea porque los bancos entran en una situación de inestabilidad financiera o porque la inflación se hace insostenible, se iniciará el necesario proceso de reajuste de los malos procesos de inversión, observándose una reasignación de los recursos productivos nuevamente hacia la generación de bienes de consumo finales.

Gallaway y Vedder (2000) sostienen que la política de estabilización a corto plazo más adecuada es dar a los empresarios y

⁵⁰ En definitiva, hablamos de dos tendencias, keynesianos por un lado y austriacos (o neoclásicos) por otro, que difieren respecto a la capacidad autoequilibradora de la economía. Keynes la niega —considerando necesaria la intervención pública— mientras que Hayek admite su existencia —siendo partidario del *laissez faire*.

a los trabajadores la máxima libertad para adaptarse a los shocks potencialmente descoordinadores que actúan sobre la macroeconomía. Por tanto, prosiguen estos autores, la visión convencional sugerida por Galbraith de que en una economía de mercado existe una inestabilidad endémica que sólo puede remediarse a través de las intervenciones del gobierno, es inadecuada.

Finalmente, Rothbard (2002) sostiene que la Gran Depresión de los años treinta fue un resultado inevitable de la vasta expansión del crédito que se produjo en el mundo occidental durante los «felices años veinte». Ludwig von Mises había sido capaz de predecir una depresión durante el apogeo de la gran expansión de los años veinte, una época en la que los economistas y los políticos proclamaban una era de prosperidad perpetua garantizada por los economistas de la Reserva Federal. Mises, armado con la teoría del ciclo económico, fue uno de los pocos economistas capaces de predecir la depresión de la década siguiente.

A modo de conclusión, los economistas austriacos sostienen que la única forma de evitar un periodo de «sana recesión», es impedir —o de manera más precisa, no provocar— el estallido de una fase de «exuberancia irracional» previa.⁵¹ Una vez que se entra en la vorágine de una etapa especulativa, artificialmente creada a través de las manipulaciones *off the market* de los tipos de interés, la «sana recesión» es un proceso inevitable y deseable.

⁵¹ Lo mejor que puede hacerse con un individuo propenso a emborracharse es retirarle cualquier acceso al alcohol (es decir, debemos impedir que beba y entre en un estado de euforia —exuberancia irracional). Sin embargo, si hemos caído en el error de proporcionarle alcohol y éste ha entrado en un estado de embriaguez, la peor solución posible es continuar dosificándole alcohol con la única intención de impedir que entre en una molesta resaca (sana recesión) o, lo que es lo mismo, continúe eufórico. Probablemente no seremos conscientes de que cuanto más alcohol proporcionemos al individuo más dura será su resaca, que tarde o temprano deberá producirse (todo proceso de euforia artificialmente creado —a través del alcohol— tendrá un fin) si no queremos condenar al individuo a un coma etílico. Una vez que el individuo ha alcanzado un estado de embriaguez, la solución más prudente pasa por retirarle todo acceso al alcohol y facilitar que la resaca escampe lo más rápido posible.

Por tanto, la teoría austriaca del ciclo económico justifica que los bancos centrales no deben manipular el libre funcionamiento de los mercados de fondos prestables y la libre determinación de los tipos de interés, que deben ser fiel reflejo de las preferencias intertemporales de los agentes que pueblan la economía. La manipulación artificial de los tipos de interés dará lugar a episodios expansivos que contendrán las semillas de su propia destrucción. En este sentido, en nuestros días cada vez más economistas reconocen que la oferta monetaria y el crédito bancario juegan un papel clave en la evolución de los ciclos económicos. Esto ha supuesto que en los últimos años un número creciente de teóricos de la economía estén recuperando de sus librerías los textos y las ideas que durante décadas fueron perfilando la teoría macroeconómica del capital y del ciclo económico monetario. A esos textos, sin duda alguna, deben añadirse las contribuciones relativamente recientes e importantes de los «macroeconomistas del capital» contemporáneos.

VIII. ALGUNOS COMENTARIOS FINALES. LOS RECIENTES EPISODIOS RECESIVOS DE JAPÓN, ESTADOS UNIDOS, Y ALEMANIA, Y LA TEORÍA MACROECONÓMICA DEL CAPITAL

Actualmente, la macroeconomía constituye un campo de investigación muy respetable dentro de la teoría económica. Sin embargo, permanecen cuestiones abiertas que deben ser analizadas por los investigadores del siglo xxi. Solow (2000b) muestra que el principal vehículo para el desarrollo de la teoría macroeconómica contemporánea ha sido el modelo de equilibrio general, y es difícil pensar que otra construcción pueda reemplazarlo en el corto o medio plazo. No obstante, hay elementos que pueden y deben aclararse minuciosamente: ¿Son los precios fijos o flexibles, o hay precios que deberían modelizarse de forma diferente

a otros? ¿Es asumible la existencia de un equilibrio automático y permanente de todos los mercados? ¿Puede haber circunstancias que conduzcan a un mal funcionamiento de los mercados y originen situaciones de descoordinación entre las actividades económicas de los agentes privados? ¿Hay razones para pensar que los ciclos recesivos pueden responder a errores de política económica que induzcan a su vez a errores empresariales? Éste y otros aspectos forman parte de un programa de investigación muy atractivo y desafiante.

Otro de los aspectos esenciales que deberían analizar los teóricos de la macroeconomía es la falta de acoplamiento real entre el corto plazo característico de un mundo keynesiano y el largo plazo neoclásico. Supóngase que existe una macroeconomía del corto plazo que responde a precios y salarios predeterminados, y una macroeconomía del largo plazo para la que los precios y las cantidades se ajustan continuamente de manera automática. Siendo así, debería existir una macroeconomía del medio plazo (cinco a diez años) que, respondiendo a algún modelo transicional híbrido, estableciese una conexión entre el «mundo de la perversidad» a corto plazo y el «mundo de la perfección» a largo plazo (véase Solow, 2000b). Ciertamente, si al largo plazo se llega a través de una sucesión de cortos plazos, parece lógico pensar en una estructura que explique la transición de un escenario a otro. En la última década, varios autores han buscado el desarrollo de este modelo: Olivier Blanchard (1997), Paul Krugman (1998), o Thomas Sargent (1999). Todos estos autores reconocen que buscar una solución de compromiso a la Trevor Swan: «tal vez uno deba ser keynesiano a corto plazo y neoclásico a largo plazo, y que esta combinación sea la correcta», parece algo simplemente ilógico y fuera de lugar.

Un modelo macroeconómico del medio plazo debería ser capaz de ofrecer una interpretación de las actuales recesiones observadas en países como Japón, Estados Unidos, o recientemente Alemania. Así, por ejemplo, Krugman (1998) considera

que la situación actual de Japón responde esencialmente a factores políticos, y que es necesario recuperar conceptos como el de la «trampa de la liquidez» para comprender la prolongada depresión japonesa de los últimos quince años.

Por otro lado, en una conferencia pronunciada en La Coruña en junio de 2001, el profesor Luis Ángel Rojo recuperaba la vieja teoría austriaca del ciclo económico para explicar la actual recesión de los Estados Unidos.⁵² El ex gobernador del Banco de España explicaba que, durante la última década, Estados Unidos había atravesado por una fase típica de «exuberancia irracional». En la segunda mitad de la década de los noventa pudo observarse una fuerte elevación del precio de las acciones. Como los viejos economistas de los «felices años veinte», en 1995 los defensores de la «nueva economía» sostenían que la combinación de competencia, desregulación, y avances tecnológicos, habían permitido a Estados Unidos entrar en una nueva era de crecimiento vigoroso que eliminaba definitivamente el fantasma de los ciclos recesivos. A estos planteamientos contribuía sin duda alguna el estado de euforia que se vivía en los mercados de valores. Estados Unidos crecía a una tasa del 5%, la tasa de paro se situaba por debajo del 4%.⁵³ y la inflación sólo crecía al 2% como consecuencia de los aumentos de productividad.

La multiplicación del precio de los activos financieros y el impulso de las nuevas tecnologías estimularon un crecimiento de la demanda de consumo e inversión, que condujo a un aumento de la demanda de crédito. La Reserva Federal americana procedió a una fuerte expansión de la base monetaria por temor a que el ciclo llegara a trocarse. En octubre y en noviembre de 1998, la Reserva Federal rebajó los tipos de interés por temor a que la crisis rusa acabara afectando a los Estados Unidos.

⁵² No obstante, a pesar de acudir a planteamientos austriacos para explicar el ciclo recesivo americano, el profesor Rojo prescribió claras recetas keynesianas para superarlo.

⁵³ El profesor Rojo señalaba que, en aquel entonces, la NAIRU de los Estados Unidos se situaba en el 6%.

Esta rebaja de los tipos de interés contribuyó a alimentar aún más la burbuja especulativa que se estaba creando.

En este contexto, el presidente de la Reserva Federal, Allan Greenspan, alertaba de una sobrevaloración del precio de los activos financieros, y del temor a un repunte de la inflación como consecuencia de un exceso de demanda de bienes y servicios, resultante del aumento de los créditos en circulación y del efecto renta provocado por la expansión bursátil. Es precisamente este exceso de demanda el que finalmente suscitaría un fuerte crecimiento de los precios que obligó a la Reserva Federal a subir sus tipos de interés. El encarecimiento de los créditos en una sociedad fuertemente endeudada, provocó la ruptura de la burbuja especulativa de los años anteriores: se hundió la inversión en nuevas tecnologías y comunicaciones, la bolsa entró en barrena, y se inició una etapa de reestructuración del proceso de expansión artificial previo. La economía norteamericana entró en una fase de «sana recesión» de la que todavía no se ha recuperado plenamente. El profesor Rojo reconoce que una política monetaria más moderada durante la fase expansiva habría eliminado o reducido los excesos de la burbuja, mitigando los efectos posteriores del reventón.

Un artículo reciente, publicado por la edición española del diario *The Wall Street Journal* de 20 de febrero de 2003, muestra que la evolución de la economía norteamericana durante la última década responde al perfil típico de un ciclo austriaco-wickseiliano. Este trabajo cita las propias declaraciones del presidente de la Reserva Federal, Allan Greenspan, quien recientemente ha mostrado sus dudas acerca de una próxima recuperación de la economía estadounidense: «deberíamos ser capaces de saber si nos estamos enfrentando a un sector empresarial y a una economía listos para crecer más rápidamente —nuestro escenario más probable— o una [economía] que todavía se está enfrentando a tensiones persistentes y desequilibrios que han sido identificados erróneamente como transitorios.»

David Wessel, autor de este artículo, se pregunta ¿cuáles son las tensiones persistentes y los desequilibrios que, en opinión de Greenspan, podrían frenar la recuperación de la economía norteamericana incluso si Estados Unidos consiguiese una victoria rápida sobre Irak? Su respuesta no puede ser más contundente. «Resumidamente: a) la economía americana presenta repercusiones persistentes del estallido de la burbuja accionarial de finales de la década de los noventa; b) los escándalos financieros de empresas como Enron y Worldcom han minado la confianza de los inversores; y c) cabe la posibilidad de que ahora que tantas empresas estadounidenses están tan abocadas a dar un uso más productivo a sus excesos de capacidad (a todos los ordenadores, máquinas, oficinas y fábricas que compraron en el auge especulativo de los noventa), y a pagar las deudas en las que incurrieron durante la etapa de «exuberancia irracional», un triunfo estadounidense en Bagdad no sea suficiente para que los empresarios vuelvan a invertir.»

Igualmente, el miércoles 12 de marzo de 2003, el diario Cinco Días anunciaba que el índice Nikkei se situaba por debajo de los 8000 puntos por primera vez desde 1983, justo cuando comenzaba la burbuja especulativa que llevó a Japón a equipararse con los Estados Unidos como primera potencia económica del mundo.

Después de los Acuerdos del Plaza de 1985, la apreciación del yen golpeó fuertemente al sector exportador japonés, reduciendo el crecimiento económico desde un 4,4% en 1985 hasta un 2,9% en 1986. El gobierno intentó contrarrestar la fortaleza de su moneda a través de una política monetaria fuertemente expansiva entre enero de 1986 y febrero de 1987. Durante ese periodo, el Banco de Japón redujo la tasa de descuento a la mitad, desde un 5% hasta un 2,5%. Tras los estímulos económicos, los precios de los activos en los mercados inmobiliarios y de valores aumentaron de forma excesiva, creando una de las más grandes burbujas financieras de la historia. El gobierno respondió con

un endurecimiento de la política monetaria, elevando los tipos de interés cinco veces, llegando a un 6% entre 1989 y 1990. Después de esos aumentos el mercado se hundió.

Desde entonces, el índice Nikkei se ha reducido desde una cota de 40000 a finales de 1989, hasta un nivel de 15000 en 1992, inferior a 12000 en 2001, y por debajo de 8000 en 2003 (esta última cifra supone una contracción de más del 80% del mercado nipón desde 1989). La fuerte caída de la bolsa hace temer un empeoramiento de la situación de bancos y empresas. Muchos bancos que acumulan acciones empresariales están al borde de la quiebra. Además, a esto hay que añadir la gran cantidad de créditos impagados a los que debe hacer frente la banca japonesa como consecuencia de los «malos créditos» concedidos durante el periodo de «exuberancia irracional» de la década de los ochenta. Esta situación ha llevado al gobierno japonés a acelerar el gasto presupuestado para el año 2003, como una forma de evitar el empeoramiento de la crisis económica.

La reestructuración de las empresas financieras y no financieras japonesas durante la etapa recesiva está siendo muy lenta. Los bancos siguen con una política crediticia inadecuada: malos créditos y mala valoración de riesgos, que conducen a una profundización del problema de «riesgo moral» que padece la banca japonesa desde hace varias décadas.

Se suele criticar que las autoridades japonesas no han tomado medidas para atajar la crisis. Tal vez el problema no sea ese. A la vista de los doce paquetes presupuestarios de relanzamiento aprobados en los últimos once años, el último de tres billones de yenes (25.000 millones de euros), del mantenimiento de una política continua de tipo de interés cero desde 1995,⁵⁴ de las inyecciones de dinero continuas a través del sistema crediticio (que probablemente han continuado alimentando los malos

⁵⁴ La tasa de descuento se situó en un 0,5% entre 1995 y 2000, un 0,25% en la primera mitad de 2001, y a partir de esa fecha en un 0,1%. Véase al respecto Powell (2002).

créditos y las malas inversiones en la economía), de las ayudas financieras y nacionalizaciones de algunos bancos, de los préstamos directos del gobierno a algunas empresas en dificultades, el problema no parece ser de inactividad, sino de falta de acierto de las medidas adoptadas. Japón ha hecho de todo excepto, en el espíritu de la teoría austriaca del ciclo económico, dejar a la economía sola y permitir la autocorrección de los errores cometidos durante la etapa especulativa de los ochenta.⁵⁵ Las intervenciones del gobierno japonés han buscado mantener la estructura productiva existente, impidiendo que el proceso de mercado actuase para corregir las malas inversiones efectuadas en el pasado, lo que hubiese permitido ajustar nuevamente el proceso productivo a las disponibilidades de recursos y a las preferencias intertemporales de los consumidores.

Tanto la política monetaria como la política fiscal han tropezado en la misma piedra: un enorme exceso de capacidad instalada y un excesivo endeudamiento de las empresas. En este contexto, partiendo de la macroeconomía del capital, sin una depuración del exceso de capital (socialmente innecesario) existente, resultante de los malos procesos de inversión emprendidos durante la etapa especulativa previa, cualquier medida de política económica estará condenada al fracaso. En los últimos quince años, lejos de permitir que el mercado desarrollara sus propios mecanismos de autocorrección, la política oficial de Japón ha evitado la eliminación del exceso de capital acumulado durante los años de «exuberancia irracional». Dicho de otra forma, la política económica japonesa ha entorpecido el libre

⁵⁵ No obstante, el problema de este enfoque sería asumir el coste político a corto plazo en el que debe incurrir un gobierno que refleja un alto grado de incapacidad e inactividad para corregir una situación recesiva. El caso del gobierno japonés podría responder al perfil de un gobierno que adopta todo tipo de medidas para demostrar a sus votantes que se esfuerza por corregir los problemas del país y situarlo nuevamente en una etapa de crecimiento sostenible, aunque esas medidas no sean las más acertadas. La supuesta pasividad política de un gobierno se acaba pagando en el siguiente proceso electoral.

funcionamiento de los mercados, impidiendo que estos procediesen a la depuración de los errores de inversión masivos cometidos durante la fase expansiva anterior.

Finalmente, en los últimos meses Alemania comienza a mostrar claros síntomas de atravesar por un episodio recesivo. Como en los casos anteriores, el sector crediticio puede ser uno de los grandes perjudicados: 50.000 millones de euros en malos créditos ahogan a la banca alemana. Estos resultados sugieren que el sistema alemán podría enfrentarse a una crisis financiera sin precedentes, debido a las elevadísimas provisiones para riesgos, o a la debilidad de los mercados de capital. Las páginas de Economía del Diario ABC de 2 de marzo de 2003 recogen la opinión de los expertos acerca de las causas del caos bancario alemán: «la débil situación de la economía, el lastre de los errores cometidos en el pasado, y la fragmentada estructura del mercado bancario local», son los principales factores que han conducido a la situación actual. Una frase publicada en el diario alemán Die Zeit, «Los señores del dinero tienen miedo», refleja la grave situación que atraviesa el sector bancario del país, y la fuerte preocupación que ésta suscita.

¿Debemos considerar que los ciclos recesivos de Japón, Estados Unidos, o Alemania, responden al perfil típico de un ciclo austriaco? La evidencia comentada parece ofrecer una respuesta afirmativa. Estos países achacan el declive de la producción, del empleo, y los problemas de sus sistemas financieros —en unos casos más que en otros— a los errores cometidos en el pasado, durante un periodo que muy bien podría responder al perfil típico de una fase de «exuberancia irracional» en el marco de la macroeconomía del capital.

Son estas conclusiones las que estimularon el desarrollo de este trabajo, y están impulsando a nuevos economistas a buscar respuestas entre las páginas de los textos redactados hace varias décadas por Fiedrich August von Hayek o Ludwig von Mises. ¿Estamos ante un resurgir de la teoría austriaca del ciclo econó-

mico? ¿Tal vez los economistas deberían dar marcha atrás y reconocer los prejuicios y errores cometidos a la hora de enjuiciar este enfoque?

Recientemente, Timothy Kehoe (Universidad de Minnesota) se refería al caso mexicano señalando que su situación puede ser asimilable al Japón de los últimos doce años. Chile y México comenzaron en una situación muy similar a principios de la década de los ochenta. En 1981 Chile tuvo una depresión mucho más severa que México, pero la economía chilena tuvo mayor capacidad de reacción y se recuperó mucho más rápido. ¿Qué ocurrió? Según el profesor Kehoe, ambos países sufrieron los mismos shocks (un aumento de los tipos de interés extranjeros y un descenso del precio del cobre y del petróleo), pero Chile había afrontado privatizaciones durante el periodo 1974-79, mientras que México había emprendido una nacionalización masiva en 1982. Esto podría explicar la posibilidad de que el segundo país afrontara malos procesos de inversión, que afectaron negativamente a su productividad respecto a la de la economía chilena. Por otro lado, en la década de los ochenta, los tipos de interés chilenos eran fijados por el mercado, mientras que los tipos de interés mexicanos eran fijados por el Banco Central. Partiendo de este razonamiento, podría llegarse a la conclusión de que la situación de desventaja de la economía mexicana respondió a la existencia de posibles «errores políticos». De este modo, el catedrático de la Universidad de Minnesota admitió recientemente que puede haber llegado el tiempo de reconocer que los episodios recesivos, así como las depresiones permanentes de muchos países latinoamericanos, responden a errores de política económica, sean de tipo austriaco o no.

El enfoque austriaco del ciclo económico deja abierto un importante desafío para la investigación empírica de los próximos años. Por un lado, el enfoque gráfico planteado por Garrison (2001) podría enriquecerse y hacerse más complejo añadiendo varios sectores productivos, varios bienes (tanto de consumo

como de capital) con diferentes niveles de duración (Holcombe, 2001), y una estructura del capital humano también heterogénea (Sechrest, 2001).⁵⁶

Por otro lado, el modelo tiene una serie de implicaciones empíricas que deben contrastarse. En este sentido, la macroeconomía del capital se beneficiaría de un enfoque empírico desarrollado que fuese capaz de diferenciar la perspectiva austriaca de la macroeconomía planteada por otros enfoques alternativos, y proporcionase al mismo tiempo un instrumento de predicción potente de los cambios en el ciclo económico. Tal y como señala Holcombe (2001), el logro de una serie de predicciones acertadas con la suficiente antelación incrementaría sustancialmente la credibilidad del enfoque austriaco. En esta línea, ya se han realizado varios trabajos que utilizan técnicas de cointegración y modelos de corrección de error, que pretenden contrastar si la teoría del ciclo monetario se ajusta a lo observado en el mundo real.⁵⁷

Finalmente, deberían desarrollarse las implicaciones internacionales del modelo austriaco del ciclo económico. Así, puede observarse una semejanza importante y muy interesante entre esta teoría y la contenida en los modelos de crisis financieras de «tercera generación» o de *twin crises* (crisis bancaria y crisis de balanza de pagos), que han proliferado especialmente en la literatura académica sobre crisis de balanza de pagos de los últimos cinco años. Es indudable que la macroeconomía del capital podría decirnos mucho acerca de las corridas bancarias, y las crisis de balanza de pagos concomitantes, observadas en la última década del siglo xx y los primeros años del siglo xxi. Por otro lado, parafraseando a Timothy Kehoe, es importante desarro-

⁵⁶ Para un análisis detallado de las ventajas e inconvenientes del enfoque de la teoría del capital desarrollado por Garrison (2001), véase Alonso (2003).

⁵⁷ En este sentido, son interesantes los trabajos realizados por Wainhouse (1984), le Roux y Levin (1998), Gallaway y Vedder (2000), Keeler y College (2001), Keeler (2001), o Mulligan (2002). Actualmente, me encuentro en fase de aplicación de este enfoque al ciclo económico español de los últimos veinte años. Esta bibliografía está a disposición del lector previa petición.

llar una teoría de los «errores políticos» que permita explicar la existencia de ciertos episodios recesivos o depresivos, tanto en los países desarrollados como en los países en vías de desarrollo.

Sin duda alguna, se despliega ante nosotros un campo de investigación apasionante y atractivo para los próximos años. ¿Existen razones para pensar que los ciclos económicos recesivos recientes responden a errores políticos y empresariales? Particularmente me resisto a dar una respuesta negativa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALONSO, M. A. (2002). «La teoría del capital a través de la obra de R. W. Garrison, *Time and Money: the Macroeconomics of Capital Structure*.» Universidad Rey Juan Carlos. Mimeo.
- ALONSO, M. A. (2003). «La Macroeconomía del capital del siglo XXI.» *Análisis Económico*, n° 40. Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana de México.
- ANDERSON, W. L. (2001). «What to do about the Recession?» Ludwig von Mises Institute. University of Auburn (Alabama). <http://www.mises.org/fullstory.asp?control=815>
- COCHRAN y CALL (2001). «Austrian Business Cycles, Plucking Models, and Real Business Cycles.» Austrian Scholars Conference 7. Auburn (Alabama) <http://www.mises.org/journals/scholar/Cochran.pdf>
- EBELING, R. (2001). «Austrian Macroeconomics.» Ludwig von Mises Institute. University of Auburn (Alabama). <http://www.mises.org/fullarticle.asp?control=657>
- GALLAY y VEDDER (2000). «The Fraud of Macroeconomic Stabilization Policy.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 3, n° 3: 19-33.
- GARRISON, R. W. (1978). «Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition.» En Louis M. Sapadaro, ed., *New Directions in Austrian Economics* (Kansas City: Sheed Andrews y McMeel): 167-204.

- GARRISON, R. W. (1986). «Hayekian Trade Cycle: A Reappraisal.» *Cato Journal*, vol. 6. n° 2: 437-53. <http://www.auburn.edu/~garriro/c4refah.htm>
- GARRISON, R. W. (2001). *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*. Routledge.
- GORDON, D. (2001). «Garrison versus Keynes.» Ludwig von Mises Institute. University of Auburn (Alabama). <http://www.mises.org/fullstory.asp?control=679>
- HOLCOMBE, R. G. (2001). «The two contributions of Garrison's Time and Money.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 4, n° 3: 27-32.
- HUERTA DE SOTO, J. (1992). *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*. Unión Editorial: Madrid.
- HUERTA DE SOTO, J. (1998). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Unión Editorial: Madrid.
- HÜLSMANN, J. G. (2001). «Garrisonian Macroeconomics.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 4, n° 3: 33-41.
- LASA, A. (1984). «Monetarismo versus keynesianismo: el debate sobre la efectividad de la política económica.» *Análisis Económico*, vol. III, n° 2: 79-106.
- OPPERS, S. E. (2002). «The Austrian Theory of Business Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy?» IMF Working Paper, n° 2.
- POWELL, B. (2002). «Explaining Japan's Recession.» *Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5, n° 2: 35-50.
- ROTHBARD, M. (1969 [2002]). «Economic Depressions: Their Cause and Cure.» Ludwig von Mises Institute. U. of Auburn (Alabama). <http://www.mises.org/tradcycl/econdepr.asp>
- SALERNO, J. T. (2001). «Does the concept of secular growth have a place in capital-based macroeconomics?» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 4, n° 3: 43-61.
- SECHREST, L. J. (2001). «Capital, credit, and the medium run.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 4, n° 3: 63-77.
- SHOSTAK, F. (2001a). «When Will the U.S. Economy Recover?» Ludwig von Mises Institute. U. of Auburn (Alabama). <http://mises.org/fullarticle.asp?record=808&month=37>

- SHOSTAK, F. (2001b). «The Fallacy of Demand.» Ludwig von Mises Institute. University of Auburn (Alabama). <http://mises.org/fullarticle.asp?control=581>
- SKOUSEN, M. (1990). *The Structure of Production*. New York University Press: New York.
- SOLOW, R. M. (1997). «Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe In?» *American Economic Review*, vol. 87, n° 2: 230-32.
- SOLOW, R. M. (2000). «Toward a Macroeconomics of the Medium Run.» *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1: 151-58.
- THE ECONOMIST (2002). «Of Shocks and Horrors.» 28 de septiembre.
- TRAUTWEIN, R. (1996). «Money, Equilibrium, and the Business Cycle: Hayek's Wicksellian Dichotomy.» *History of Political Economy*, vol. 28, n° 1: 27-55.
- VAN DEN HAUWE, L. (2001). «Rethinking Time and Money at the beginning of the 21st century.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 4, n° 3: 79-92.

Otros trabajos mencionados en este documento

- BLANCHARD, O. (1997). «The Medium Run.» *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2: 89-141.
- FRIEDMAN, M. y A. SCHWARTZ (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- HAYEK, F. A. VON (1931 [1967]). *Prices and Production*. 2ª Edición. Nueva York: Kelley.
- HAYEK, F. A. VON (1941). *The Pure Theory of Capital*. Chicago: University of Chicago Press.
- HODRICK, F. y E. PRESCOTT (1980). «Postwar U.S Business Cycles: an Empirical Investigation.» Mimeo. Carnegie-Mellon University. Pittsburg, P.A.
- KEHOE, T. y E. PRESCOTT (2002). «Great Depressions of the Twentieth Century.» *Review of Economic Dynamics*, n° 5: 1-18.

- KRUGMAN, P. (1998). «It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.» *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2: 137-87.
- LUCAS, R. (1972). «Expectations and the Neutrality of Money.» *Journal of Economic Theory*, vol. 4 , n° 2: 103-24.
- MISES, L. VON (1912, 1953 [1981]). *The Theory of Money and Credit*. 2ª Edición. Indianapolis: Liberty Press.
- MISES, L. VON (1949). *Human Action: A Treatise on Economics*. Londres (etc.): William Hodge.
- PRESCOTT, E. C. (1986). «Theory Ahead of Business Cycle Measurement.» *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, vol. 10, n° 4: 9-22
- ROTHBARD, M. (1963 [1972]). *America's Great Depression*. 3ª Edición. Kansas City: Sheed and Ward.
- SARGENT, T. (1999). *Conquest of American Inflation*. Princeton: Princeton University Press.