

LA CRISIS FINANCIERA Y SU NATURALEZA CÍCLICA

*Ramón Barreiro**

Mi propósito en este ensayo es exponer la relevancia, o la capacidad explicativa, de la llamada "teoría austriaca" del ciclo económico en el análisis de la actual crisis financiera y sus consecuencias en el futuro económico de nuestra "aldea global". Actualmente se sostiene un amplio debate sobre la validez teórica de la teoría cíclica austriaca; no es mi intención repasar la evolución de dicho debate desde la formulación primera de la teoría del ciclo por Ludwig von Mises en su obra *Teoría del dinero y el crédito* en 1912ⁱ. Pretendo introducir a los legos en los puntos esenciales de la "teoría austriaca" del ciclo económico, y analizar la actual crisis financiera a partir de las derivaciones que han hecho de ella varios economistas contemporáneos.

Misesⁱⁱ, en la citada obra, investigando las causas de la devaluación de las monedas, y al asociar dicho proceso con la expansión de crédito no sustentada en aumentos reales del ahorro, identifica las consecuencias de las expansiones crediticias en los procesos de formación de capital y en la estructuración de la producción en los mercados. Se resalta entonces como la consecuencia más destructiva de los procesos inflacionistas, no la pérdida progresiva del poder adquisitivo de las

monedas, sino la distorsión de las señales en los mercados para la inversión, lo que profundiza los períodos de recesión y recuperación una vez se "desinfla la burbuja".

En resumen, podemos hacer la siguiente descripción del ciclo económico siguiendo a Mises: de la capacidad de los bancos de ofrecer crédito no respaldado por entero por sus reservas y los ahorros de sus clientes, puede inferirse una supuesta capacidad de los bancos de expandir el crédito sin límites; entonces, además de ser intermediarios que facilitan el acceso a crédito respaldado por los ahorristas, el banco se convierte en un oferente de crédito adicional, no respaldado, lo que viene acompañado del descenso de las tasas de interés. Dicho descenso estimula la actividad económica, puesto que hace más barato el acceso al crédito y a su vez convierte ilusoriamente actividades económicas –especialmente las que requieren inversiones de largo plazo– marginales, no rentables, en inversiones rentables; una mayor actividad económica empieza a contagiar al resto de la economía, pues los usos alternativos a los factores de producción elevan los precios de estos –materiales de producción y salarios–, lo que al final redundará también en el aumento del precio de los bienes de consumo. Hasta aquí se explica el efecto inflacionario de las expansiones de crédito. El *boom*, o la "burbuja", se detienen en el momento en que los bancos restringen el mercado

* Ramón Barreiro Salazar es licenciado en Derecho graduado en la Universidad Santa María La Antigua, con estudios de doctorado en España, es miembro del Círculo de Lectura Guillermo Andreve y ha publicado artículos especializados y dictado conferencias en Ciencias Sociales.

de crédito, subiendo la tasa de interés a un nivel más cónsono con la existencia real de ahorro. ¿Qué puede hacer que los bancos detengan la expansión de crédito? Los medios materiales necesarios para respaldar la extensión de la estructura de producción no han aumentado –para ello es necesario el aumento del ahorro, tras un cambio en las preferencias temporales de los actores económicos–, lo único que ha aumentado es la cantidad del medio fiduciario utilizado en las inversiones; el proceso inflacionario puede seguir de forma ininterrumpida, siempre que la gente considere que los precios se estabilizarán en un futuro cercano. Pero en el momento en que la gente se convence de que los precios no dejarán de subir, se generaliza el pánico, ya nadie quiere conservar el dinero y se apresuran a cambiarlo por bienes; en esta situación ya nada pueden hacer los bancos para seguir “estimulando” la actividad económica, ya que el medio fiduciario que controlan ha perdido todo su valor. Si los bancos detienen por su cuenta la expansión de crédito y suben las tasas de interés a su valor real, aquellas inversiones marginales se revelan entonces como injustificables e improductivas, lo que conllevará a un reajuste de la inversión, traducible en el ajuste de las escalas de producción, o en el cierre de las empresas no rentables, así como la bajada generalizada de los precios en los bienes de consumo; siguen al *boom* la crisis y la depresión.

La teoría del ciclo así formulada está encuadrada en el análisis de una realidad económica distinta a la actual. En 1912 aun regía el patrón oro en la banca

privada y pública y la cantidad de instrumentos financieros que podían asumir el rol del dinero en las transacciones comerciales era ínfima comparada con la variedad con que contamos en la actualidad. Sin embargo, esto no hace que la teoría pierda capacidad explicativa a la luz de los fenómenos económicos de nuestros días. La “teoría austriaca” del ciclo se fundamenta en el entendimiento de que los mercados optimizan la producción y la creación de riqueza a través de las señales que brinda a sus participantes, es decir, a través de los precios. La estructura de precios en el mercado –en la que se incluyen las tasas de interés– es un orden espontáneo de información dispersa, que sólo puede cumplir adecuadamente su función de destinar a sus usos más urgentes los recursos escasos siempre que se cumplan dos requisitos fundamentales: el primero, que las inversiones obedezcan a las preferencias temporales reales de los ahorristas; y, el segundo, que los títulos valores utilizados para los intercambios y las inversiones generen confianza suficiente para afianzar la formación de capital.

Así vemos que la enunciación de la teoría propuesta originalmente por Mises explica un ciclo económico en el que los títulos valores afectados eran fundamentalmente el dinero y los títulos de cambio que funcionaban en los mercados como representaciones de ese dinero; también muestra a la banca fraccionaria, o sea, un sistema en que el crédito no está respaldado al cien por cien por las reservas del banco, incluidas en estas las cuentas de ahorro que los clientes han puesto a disposición del banco para su inversión –lo

que excluiría de las reservas a los depósitos a la vista–, como la causa del ciclo económico.

¿Esta explicación también es válida para la actual crisis económica iniciada tras el *crack* de las hipotecas *subprime*? En los sistemas de banca central, en la que un banco, gestionado por lo general como un ente público, se consolida como el *lender of last resort*, es decir, como palanca de todo el sistema, el análisis monetarista indica que es efectivamente el banco central quien controla la masa monetaria circulante y, en definitiva, la inflación. A la vista de la "teoría austriaca" del ciclo económico, es el banco central la principal fuente de las distorsiones en los precios, relacionados principalmente al crédito, ya que fija discrecionalmente las tasas de interés a las cuales presta a los bancos del sistema y controla –también discrecionalmente– el valor del principal medio fiduciario: el dinero.

A pesar de que el inicio de la burbuja inmobiliaria que llegaría a su fin con el *crack* de las *subprime* puede rastrearse en políticas de ajuste de las tasas de interés a la baja para estimular la actividad económica –como respuesta a la crisis de las *puntocom*– aplicadas por el Banco de Reserva Federal, la actual depresión económica parece tener otros rasgos, tanto en sus causas, como en la profundidad de sus efectos recesivos, que hace pensar que la "teoría austriaca" en la versión clásica expuesta por Ludwig von Mises, no explica de manera satisfactoria el desarrollo del último ciclo económico; entre otras razones, porque se piensa que la crisis tuvo como principal causa

el manejo irresponsable de un mercado financiero con escasa o inadecuada regulación.

Lo cierto es que, efectivamente, la baja artificial de las tasas de interés por el Banco de Reserva Federal –recordemos que la tasa de referencia del FED es el precio al que se presta a los bancos del sistema–, tuvo la intención de estimular la actividad económica, e inicia la burbuja inmobiliaria, el síntoma más visible de un proceso inflacionario auspiciado políticamente. Pero este no fue el único proceso inflacionario iniciado durante este *boom*. La emisión de instrumentos financieros durante este *boom* también puede entenderse como un proceso inflacionario.

El economista peruano Hernando de Soto ha identificado correctamente que el mayor problema que enfrenta la crisis financiera es la liquidación de una masa contabilizada en trillones de dólares de activos "tóxicos"ⁱⁱⁱ. ¿Qué significa que un activo sea "tóxico"? Sencillamente que es un activo que en realidad no es un activo, sino un documento valor que no representa nada, excepto pérdidas, y que se multiplicaron en el mercado bajo el entendimiento generalizado –y falso– de que eran activos, o derechos sobre ganancias.

El ajuste propio de un mercado no intervenido para corregir esta situación, es decir, para eliminar la aglomeración de activos "tóxicos", consiste en dejar que los inversionistas asuman las consecuencias de sus malas previsiones y decisiones. La única liquidación real no pasa

por transferir las pérdidas de la banca financiera al banco palanca –en este caso el FED–, y de allí, eventualmente, al fisco –entiéndase los contribuyentes–, pasa por liquidar los activos reales de los inversionistas que poseen estos activos falsos, a través de un mecanismo legal tristemente olvidado: la quiebra.

Pero, ¿cómo es posible que tantos actores en el mercado financiero hayan errado en sus decisiones de inversión? Aquí toca identificar nuevamente la mano negra de la política –el Estado–, que cambió o patrocinó el cambio de las reglas tradicionales de contabilidad que hicieron posible asumir como cierto el llamado *fair value* de los instrumentos financieros, o sea, que los activos que representan son lo mismo que el valor de venta en el mercado de valores, en vez de tomarse como referencia contable su valor histórico^{iv}. Así, paquetes de hipotecas *subprime* –“productos derivados”–, dejan de ser activos de alto riesgo y se transforman en bienes muy deseables, como esos caracterizados por expectativas de alta rentabilidad y bajo riesgo. Esto, en una transacción del día a día, puede identificarse fácilmente como una estafa, sin embargo, en el complejo mundo de la banca financiera era una inversión segura y altamente rentable. El precio de estos paquetes siguió la misma suerte que un medio fiduciario tradicional en un *boom* inflacionario. Eventualmente, al no verse el fin del alza de estos instrumentos, nadie quiso más de ellos, lo que provocó el pánico y la tendencia generalizada a intercambiarlos, a precios desplomados, por activos sanos. Es entonces que se visualizan las pérdidas

y que aquellos que se quedaron con los medios fiduciarios tóxicos tratan de hacer efectivos sus activos, enfrentándose a la real certeza de que son incobrables y que, en definitiva, son pérdidas.

Lo que trato de argumentar es que la teoría del ciclo austriaca es la mejor hipótesis de trabajo con que contamos para comprender cómo se dieron los hechos en la actual crisis, tanto en su versión clásica, como en aplicaciones con elementos originales –por ejemplo, la ya citada de Hernando de Soto o la del economista español Jesús Huerta de Soto^v. También, una de las lecciones que podemos tomar de la explicación austriaca al pasado ciclo económico es que el mayor problema que enfrentan los mercados –especialmente los financieros– a la hora de evitar futuros ciclos, o minimizar sus efectos destructivos, es uno sistémico, referido al marco institucional en el que se desenvuelven las actividades económicas. A manera de conclusión, señalamos las características institucionales que deben revisarse a la luz de la teoría del ciclo austriaca:

1. La banca central y las políticas monetaristas. Una alternativa es la libre emisión y competencia entre monedas, expuesta sucintamente por F. A. von Hayek en su obra **La Desnacionalización del Dinero**^{vi}.
2. El sistema de banca fraccionaria. Es preciso reivindicar la Ley de Say en el análisis económico contemporáneo, en el sentido de que las inversiones deben estar sustentadas por ahorros reales para garantizar la adaptabilidad de la estructura pro-

- ductiva a las necesidades reales de los consumidores.
3. Las nuevas reglas de contabilidad. Reglas como las del *fair value* en los títulos valores parecen ser ejemplos claros de mala regulación.
 4. Las políticas pro consumo y de nivelación que adelantan los gobiernos a través de las instituciones financieras. No podemos olvidar el rol que jugaron instituciones financieras originadas en el gobierno, como Fannie Mae y Freddie Mac, inspiradas en programas públicos para generalizar la propiedad de la propia vivienda, en la dinámica pro cíclica que desencadenó en la última crisis financiera.
 5. La mala regulación. La supuesta autorregulación de las entidades financieras se ha señalado como el principal defecto pro cíclico del sistema financiero internacional; sin embargo, no podemos esperar efectos positivos de la autorregulación de los actores de dicho sistema cuando hay serios fallos en el marco institucional –regulado y en muchas instancias dirigido por el Estado–, que no estimulan las actitudes de prudencia que deben caracterizar a la banca y al sistema financiero.

Las políticas de gasto público dirigidas a la supuesta "reactivación" de la economía, no incentivan la prudencia, sino la codicia y el despilfarro. No puede ser que ahora, ante una crisis que evidencia la falta de prudencia de muchos actores, sigamos proponiendo como soluciones, políticas que sabemos no incentivan las conductas que deseamos en el

sector. Para enfatizar este punto, llamo la atención sobre el ejemplo del sistema bancario y financiero de mi propio país, Panamá, sin banca central y verdaderamente caracterizado por la autorregulación, que se ha visto poco afectado por la crisis en su solidez, solvencia, confianza y liquidez. Aquí también hubo *boom* inmobiliario y la desaceleración del sector no ha arrastrado consigo a la banca comercial a la crisis. Ya es hora de poner en duda el canto de sirena que se ha hecho desde la política contra el mercado; la crisis actual tiene causas políticas, y no todas ellas pasan por el no hacer de nuestros gobiernos.

- ⁱ Ludwig von Mises. **The Theory of Money and Credit**. Yale University Press, 1953. Versión electrónica en <http://www.mises.org/books/tmc.pdf>
- ⁱⁱ Seguimos la relación de la teoría del ciclo descrita por Mises en: Ludwig von Mises. "*The Austrian Theory of the Trade Cycle*", en **The Austrian Theory of the Trade Cycle**, Richard Ebeling, ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, 1996. Versión electrónica en: <http://mises.org/tradecycl.asp>
- ⁱⁱⁱ Hernando Soto. "*De Soto: la recesión tiene origen legal, no financiero*". Artículo aparecido en [elcomercio.com.pe](http://www.elcomercio.com.pe/noticia/253567/soto-recesion-tiene-origen-legal-no-financiero) (<http://www.elcomercio.com.pe/noticia/253567/soto-recesion-tiene-origen-legal-no-financiero>), originalmente publicado por la revista Newsweek en febrero de 2009.
- ^{iv} Jesús Huerta de Soto. "*Financial Crisis: The Failure of Accounting Reform*". Ludwig von Mises Institute, 2 de abril de 2009 (<http://mises.org/story/3301>).
- ^v Jesús Huerta de Soto. "*Financial Crisis and Recession*". Ludwig von Mises Institute, 10 de junio de 2008 (<http://mises.org/article.aspx?Id=3138>).
- ^{vi} F.A. von Hayek. **Denationalization of Money**. Institute of Economic Affairs, 2007. Versión electrónica en: <http://www.iea.org.uk/files/upl-book431pdf?.pdf>