

La explicación de la Escuela Austríaca de la crisis financiera internacional 2008-2009

Marina Tortul¹
UNS-CONICET

Junio 2012

Resumen

La teoría austríaca del ciclo económico presenta un cuerpo teórico válido para comprender la crisis financiera internacional 2008-2009. El presente trabajo revaloriza las ideas de la Escuela Austríaca y revisa los orígenes de la crisis a la luz de las mismas. Esta corriente propone que los ciclos económicos resultan de la manipulación de las tasas de interés en tanto estimulan el consumo y la inversión por encima de las posibilidades reales de producción. En este sentido argumentan que la política monetaria expansiva que condujo la Reserva Federal constituye el factor principal de la gestación de la crisis.

Áreas temáticas: Economía / Lecturas en torno a la Escuela Austríaca de Economía

¹ Universidad Nacional del Sur – Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas

Introducción

Un aspecto llamativo de la crisis financiera internacional (CFI) 2008-2009 es que, siendo la más extensa y profunda de los últimos tiempos, no se advirtieron los indicios de su gestación. Algunos autores² sugieren que esto se debió a la forma de concebir el sistema económico de la teoría económica neoclásica moderna. Al entender a la economía como un sistema estable donde sólo los shocks externos pueden apartarla del equilibrio, el estudio de las causas de las crisis sistémicas quedó relegado (Tortul, 2011a).

Frente a esta postura, corrientes alternativas al *mainstream* como la escuela post-keynesiana, la marxista y la austríaca, entienden al sistema económico capitalista moderno como un sistema inherentemente inestable donde las crisis son consecuencia del propio funcionamiento del sistema. En este contexto, el presente trabajo pretende mostrar la validez de la Teoría Austríaca del Ciclo Económico (ABCT) para comprender la CFI.

La Teoría Austríaca del Ciclo Económico

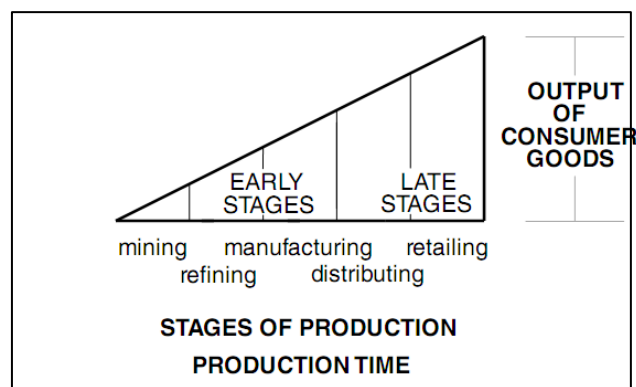
La ABCT desarrollada Hayek (1931), propone que la economía puede seguir una trayectoria de crecimiento sostenido o alternar entre fases expansivas y recesivas. Esta oscilación se denomina ciclo económico o dinámica *boom-and-bust*. En ambos casos el impulso que da lugar a la expansión es la mayor inversión originada en menores tasas de interés. Pero cuál de las dos trayectorias finalmente se verifique dependerá de cuál sea el origen del impulso. Si la tasa de interés se reduce gracias a un aumento del ahorro genuino basado en las preferencias intertemporales de los consumidores, el resultado será crecimiento sostenido. Por el contrario, si lo hace gracias a la expansión del crédito del Banco Central entonces se pone en marcha el ciclo económico. Siguiendo el enfoque de Garrison (1996 y 2002), a continuación se explicarán los fundamentos de la ABCT.

La base de la ABCT es la Teoría del Capital de Menger y Böhm-Bawerk, que trata al capital no como un agregado, como lo hace la teoría neoclásica, sino como una estructura. Específicamente Hayek (1931) hace referencia a la desagregación de los bienes de capital en términos de su

² Lawson (2009), Hogson (2009), Colander et al (2009), Krigman (2009), Bezemer (2009)

relación temporal con el bien final que ayudan a producir, de ahí el término estructura inter-temporal del capital. Él considera que los bienes se producen siguiendo una secuencia continua de etapas de producción donde la producción de una etapa sirve de insumo a la siguiente. La estructura inter-temporal del capital, que refleja la estructura inter-temporal de producción de la economía, se puede representar gráficamente mediante el triángulo de Hayek (Figura 1), donde la base representa el tiempo de producción y la altura el valor de la producción consumible en cada etapa. Por lo tanto cuanto más larga sea la base, la economía estará más orientada a la producción de bienes de capital y cuanto mayor sea la altura, al consumo.

Figura 1. Estructura de producción



Fuente: Garrison (2002), p.47, fig. 3.5

Una economía ingresa en una trayectoria de crecimiento sostenido reasignando recursos hacia la inversión neta. Considerando que los recursos pueden destinarse alternativamente a consumo o a inversión, para conseguir un aumento de la inversión será necesario un cambio en las preferencias inter-temporales de consumidores orientado a un menor consumo presente o lo que es lo mismo a un mayor ahorro. Cuando los fondos liberados por el menor consumo se destinan a financiar el aumento de la inversión neta, aumenta la tasa de crecimiento que dará lugar a mayores niveles de consumo e inversión en el futuro. Esta situación se puede representar mediante la frontera de posibilidades de producción (FPP), donde una reasignación como la mencionada se manifiesta en un corrimiento hacia afuera de la FPP.

El nexo entre las preferencias inter-temporales de los consumidores y la inversión es la tasa de interés del mercado, que se determina en el mercado de fondos prestables, donde: la oferta es la suma de los ahorros de los consumidores; la demanda refleja los deseos de los empresarios de pedir prestado para llevar a cabo proyectos de inversión; y la tasa de interés, que funciona como

el precio de estos fondos, determina la cuantía de la inversión. La teoría del mercado de fondos prestables es una aplicación del análisis neoclásico de oferta-y-demanda. Cuando las preferencias se vuelven más orientadas hacia el futuro los consumidores querrán aumentar el consumo futuro incrementando el ahorro presente, el exceso de ahorro presiona a la baja la tasa de interés, a menores tasas aumenta la inversión porque más proyectos son rentables a la vez que es menos costoso financiarse en el mercado y la economía crece sostenidamente.

Pueden distinguirse dos efectos contrapuestos de la caída del consumo sobre la estructura de capital: por un lado, la menor demanda disminuye la inversión en bienes de consumo y en las etapas de producción más cercanas; por otro, el menor consumo libera fondos, aumentando la oferta de fondos prestable, reduciendo la tasa de interés y estimulando la demanda de inversión de largo plazo. Como en el largo plazo este último efecto dominará al primero la economía crecerá sostenidamente. Gráficamente, implica un crecimiento de la base y una reducción de la altura del Triángulo de Hayek.

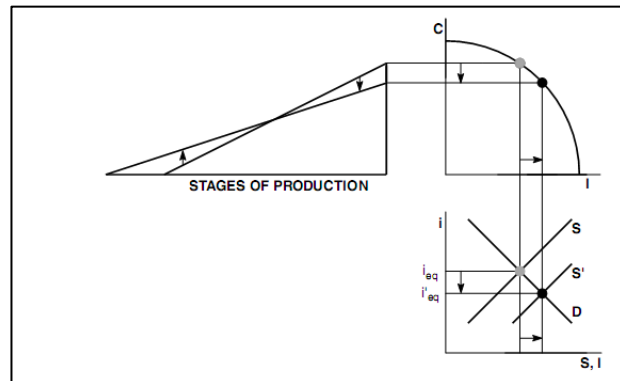
Entonces, el aporte de la teoría austríaca es plantear que el interés no solo determina el *nivel* de inversión sino también el *tipo*. Dado que las decisiones de inversión se toman considerando el valor presente descontado, los proyectos de largo plazo, orientados a la producción de bienes durables, serán más sensibles a cambios en la tasa de interés que los de corto plazo, orientados a la producción de bienes de consumo. Así pues menores tasas de interés incentivarán la inversión en bienes de capital más que en bienes de consumo. En este sentido la tasa de interés determina la asignación de recursos dentro de la estructura inter-temporal de capital.

El mercado de trabajo consistente con esta teoría es un mercado diferenciado de acuerdo a la etapa de producción a la que se vincule. Una reducción del consumo provoca la migración de trabajadores de una industria a otra. En particular, los empresarios reducirán la demanda de trabajo correspondiente a las etapas más tardías de producción. La consecuente reducción del salario y de la oferta liberará recursos, i.e. trabajadores, que se reasignarán a la producción de bienes de capital. Esta reubicación es necesaria para satisfacer la mayor demanda de inversión de bienes durables.

Finalmente, para que la economía transite la trayectoria estable de crecimiento sostenido la estructura inter-temporal del capital debe estar alineada con las preferencias inter-temporales de

los consumidores. Un cambio de las preferencias de los consumidores hacia el futuro provoca un aumento del ahorro que libera los recursos necesarios para que aumente la inversión. En particular aumentará la inversión en proyectos de largo plazo y disminuirá la inversión en las etapas más cercanas al consumo, a la vez que los consumidores prefieren un mayor consumo futuro y un menor consumo presente. En el figura 1 se representa esta situación.

Figura 2. Restructuración de la estructura de capital inducida por aumento del ahorro.



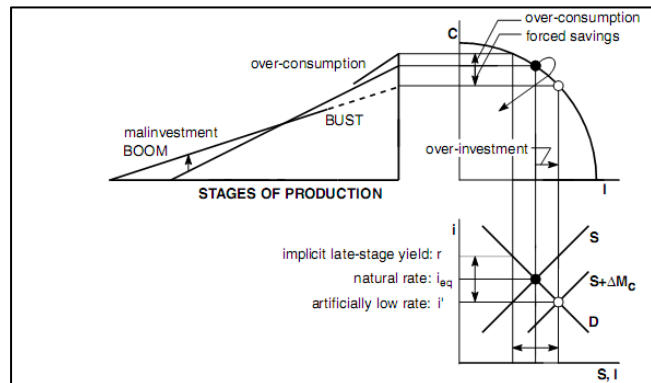
Fuente: Garrison (2002), p.62, fig. 4.2

Ahora bien, si no ocurre este cambio en las preferencias pero igualmente se persigue crecimiento económico, el Banco Central podría fomentar la inversión mediante políticas monetarias expansivas, e.g. poniendo a disposición nuevos créditos que vía aumento de la oferta de fondos reduciría la tasa de interés. Sin embargo, el resultado no será una dinámica de crecimiento sino de *boom-and-bust*.

En el mercado de fondos prestables, la expansión monetaria se traduce en una expansión de la oferta de fondos provocando una reducción de la tasa de interés. El menor interés fomentará la inversión en bienes de capital presionando sobre la base del triángulo de Hayek. Sin embargo como no hubo un cambio en las preferencias no se verifica un aumento genuino de los recursos disponibles necesarios para financiar la mayor inversión; por el contrario el menor interés desincentivaría el ahorro. Las demandas de inversión en bienes de capital y de consumo de bienes finales aumentarían simultáneamente colocando a la economía por encima de la FPP. Aún más, la mayor demanda de consumo fomentará la inversión en las últimas etapas de producción presionando también sobre la altura del Triángulo. En definitiva la manipulación de la tasa de interés provoca que la economía transite una fase expansiva donde todos los sectores de la economía se expanden a la vez y cae el desempleo por debajo de la tasa natural. Sin embargo tal

prosperidad es ilusoria pues eventualmente la restricción física de los recursos se volverá vinculante dando paso a la crisis y posterior recesión (Murphy, 2011). La recesión sitúa a la economía en punto interior del conjunto de posibilidades de producción, pues ahora el ahorro es aún menor que aquel previo a la expansión crediticia. La figura 3 resume este proceso.

Figura 3. Boom-and-bust inducido por el Banco Central



Fuente: Garrison (2002), p.69, fig. 4.4

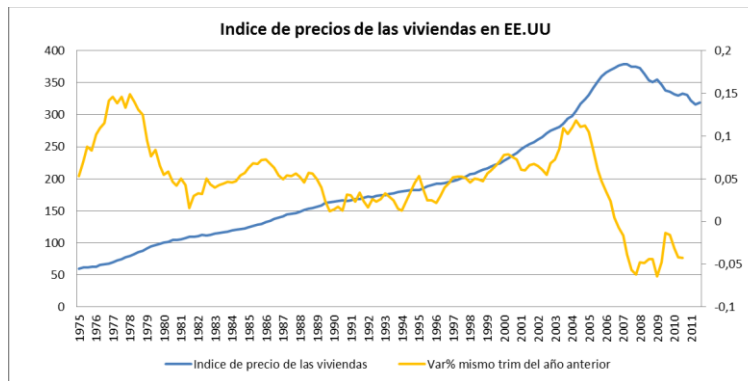
Murphy (2011) explica que si bien las malas inversiones del auge fueron racionales y eficientes desde el punto de vista individual, la falta de coordinación entre ellas provoca un cuello de botella en la producción de bienes intermedios que finalmente determina la crisis. Asimismo la puja de los empresarios por los escasos recursos disponibles presionará al alza a la tasa de interés de mercado hasta que la inversión se alinee nuevamente con el ahorro. Con una mayor tasa de interés muchos proyectos de largo plazo dejarán de ser rentables, no conseguirán los fondos para financiarse, deberán liquidar y despedirán empleados. Asimismo como el exceso de demanda presiona sobre la inflación, el Central podría intentar políticas contractivas lo cual reforzará el efecto recesivo.

La escuela austríaca destaca el rol de la “miss-investment” por sobre la “over-investment”. Las malas inversiones se refieren a aquellas no alineadas con las preferencias de los consumidores, en particular a la expansión de proyectos de largo plazo mientras los consumidores manifiestan una mayor preferencia por el consumo de bienes finales. Luego no existe demanda para tales “malas” inversiones, no se pueden completar, se despiden trabajadores y se pone en marcha la recesión. De este modo las recesiones son el reconocimiento de tal incompatibilidad y, en este sentido, necesarias para que las actividades productivas se alineen nuevamente con las preferencias de los consumidores.

La explicación austríaca de la crisis internacional 2008-2009

La crisis subprime 2007, que en 2008 adquiere carácter internacional, tiene sus orígenes en la burbuja especulativa que afectó al sector inmobiliario de Estados Unidos (EE.UU) en la década pasada. Por lo tanto para explicar la CFI es preciso comprender el proceso de gestación de tal burbuja. El gráfico 1 muestra la clara tendencia al alza de los precios de las viviendas en EE.UU, que incluso se acelera fuertemente en la década del 2000, hasta 2006, cuando caen abruptamente.

Gráfico 1. Evolución de los precios de las propiedades en EE.UU



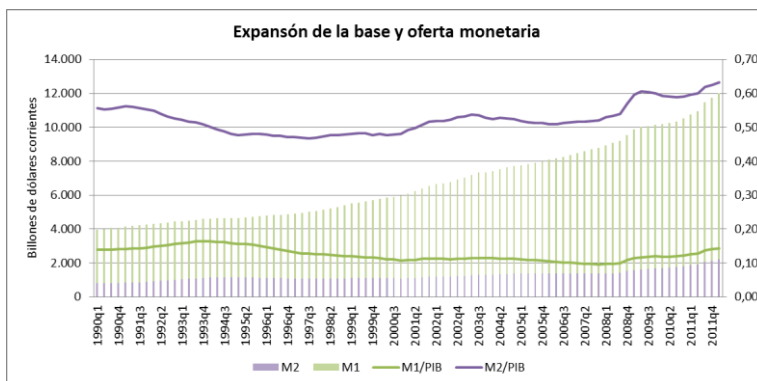
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Housing Finance Agency (FHFA)

Lo que posibilitó este proceso fue la extensión masiva de préstamos hipotecarios hacia segmentos de la población de menores ingresos y mayor riesgo junto con el proceso de titularización al que se sometieron estos activos. Las hipotecas *subprime* impulsaron la demanda y la construcción de propiedades, que a la vez presionaron al alza el precio los activos. Los mayores precios revalorizaron el patrimonio de las familias y de las instituciones financieras y facilitaron el posterior acceso al crédito generándose así un círculo vicioso que dejó a los agentes altamente apalancados. Cuando queda en evidencia que los agentes se endeudaron por encima de sus posibilidades reales, se interrumpe la cadena de pagos que desata la crisis.

De acuerdo con el enfoque de la Escuela Austríaca (e.g. White, 2008; Woods, 2009; Mayer, 2011; Bocutoğlu y Ekinci, 2011) el factor clave que dio lugar a la burbuja especulativa fue la política monetaria expansiva y las consecuentes bajas tasas de interés en combinación con la presencia de mandatos específicos tendientes a canalizar el exceso de liquidez hacia el mercado inmobiliario.

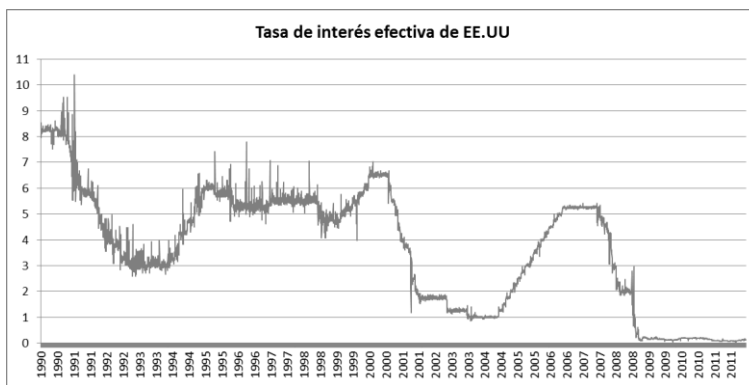
Entre 2000 y 2004 la Reserva Federal (Fed) llevó a cabo una política monetaria expansiva. Con el crecimiento de la cantidad de dinero, la tasa de interés disminuyó de niveles del orden de 6% en 2001 a 1% en 2003 y 2004. Los gráficos 2 y 3 muestran esta situación. Aún más, si se corrige por la tasa de inflación se verifican tasas reales negativas durante dos años y medio (White, 2008), lo cual indica que endeudarse era prácticamente gratis.

Gráfico 2. Expansión monetaria en EE.UU



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Reserve y US Department of Commerce

Gráfico 3. Tasa de interés efectiva de EE.UU



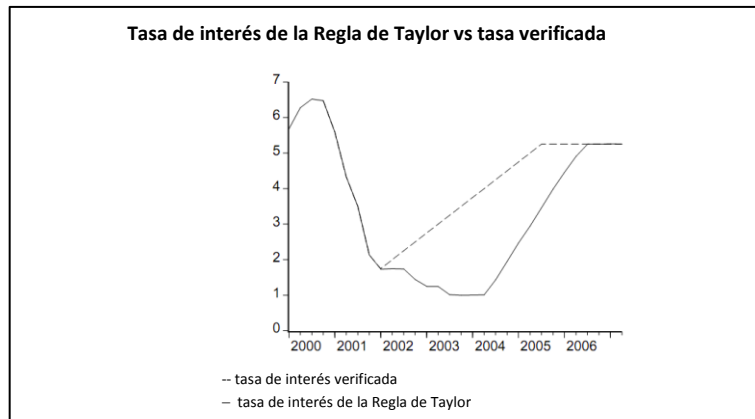
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Reserva Federal

Bernanke (2010) explica que la Fed mantuvo una política de estas características primero porque en 2002 la economía transitaba una débil recuperación de la crisis dot.com y segundo por el temor a que EE.UU ingresara en una espiral deflacionaria tal como Japón '90 (Tortul, 2011b).

Sin embargo la Escuela Austríaca argumenta que tal política fue *demasiado* expansiva, en decir que la tasa de interés fue *demasiado* baja por un tiempo *demasiado* prolongando. Para dar cuenta

de ello toman como parámetro de comparación la Regla de Taylor. La figura 4 muestra la simulación de Taylor (2007) de la tasa de interés interbancaria overnight que cumple con la Regla y la que realmente se verificó (Tortul, 2011b).

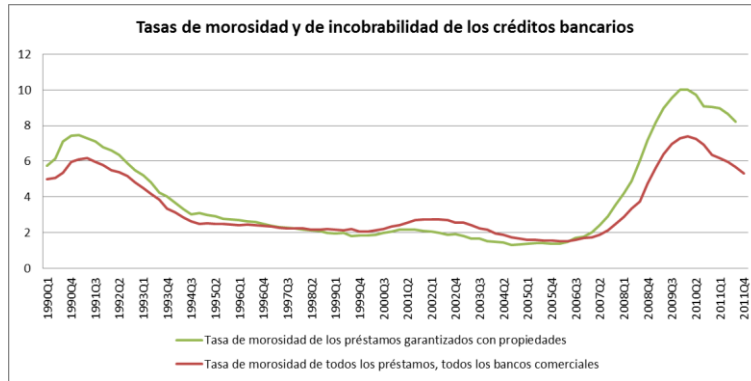
Figura 4. Simulación de Taylor (2007)



Fuente: Taylor, 2007. p.5, fig. 1. Referencias y título propios.

El exceso de liquidez que genera la baja tasa de interés impacta directamente sobre la abundancia de crédito barato e impulsa el extraordinario aumento de la demanda de viviendas y el consecuente *boom* de precios. Por un lado, las bajas tasas fomentan el deterioro de los estándares crediticios en tanto proyectos de mayor riesgo resultan rentables, en este escenario los créditos *subprime* adquieren especial relevancia. Asimismo, las bajas tasas de corto plazo estimulan con mayor intensidad los créditos de tasa variable en detrimento a los de tasa fija. Por otro lado, con los precios de las propiedades aumentando rápido, disminuyen las tasas de incumplimiento y de ejecución de hipotecas (gráfico 4) lo que conduce a ratings de créditos más favorables de lo que realmente son (Taylor, 2007) estimulando aún más el crédito. Cuando las presiones inflacionarias adquieren relevancia, la Fed contrae las tasas de interés de corto plazo y la demanda cae arrastrando consigo a los precios. Entonces las tasas de default aumentan drásticamente colapsando el mercado de hipotecas *subprime* y de sus *securities* (Tortul, 2011b).

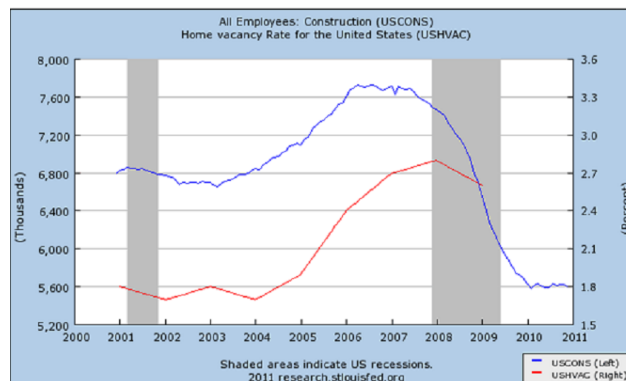
Gráfico 4. Tasas de incobrabilidad de los créditos bancarios en EE.UU



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Reserve.

A la luz de la ideas de la Escuela Austríaca la manipulación de las tasas de interés por debajo de la tasa de interés natural, coloca a la economía en una trayectoria de desequilibrio en tanto estimula simultáneamente la inversión de largo plazo sin respaldo de los ahorros disponibles y el consumo. En esta línea Murphy (2011) sostiene que durante el *boom* se reasignó una cantidad insostenible de recursos hacia el sector construcción. En particular, el número de empleados contratados por el sector creció insosteniblemente, de allí ello el alto número de despidos luego de crisis. Para mostrar el comportamiento especulativo en el sector construcción, él compara el número total de empleados con la tasa de viviendas vacantes. La figura 5 evidencia que el objetivo de la compra de viviendas no era habitarlas o alquilarlas sino revenderlas a un precio mayor.

Figura 5. Especulación en el sector construcción

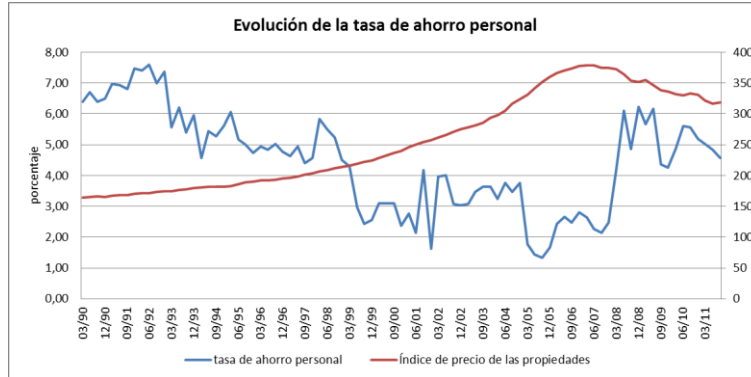


Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis en Murphy (2011).

Asimismo el boom inmobiliario generó confusión en torno a la percepción de riqueza que incentivó a las familias a gastar más allá de sus posibilidades, la contracara de este

comportamiento es la baja tasa de ahorro. Cuando se desploma el mercado inmobiliario, se evidencian tales errores de percepción y las familias incrementan el ahorro (gráfico 5).

Gráfico 5. Tasa de ahorro personal y precio de las propiedades



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Reserve Bank of St. Louis y FHFA

Ahora bien, por qué el exceso de liquidez se canalizó hacia el sector inmobiliario y no hacia otro sector de la economía? La Escuela Austríaca argumenta que también se debe a las políticas intervencionistas del gobierno. En particular White (2008) y Woods (2009) destacan una serie de mandatos que fomentaron la expansión del crédito hipotecario *subprime* y la especulación en los mercados financieros. A continuación se explicitan tales elementos:

1. La garantía implícita del gobierno de EE.UU hacia Fannie Mae y Freddie Mac

La participación de las empresas sponsorizadas por el gobierno (GSE), Fannie Mae y Freddie Mac, en el proceso de titularización de las hipotecas *subprime* fue fundamental para la gestación de la burbuja inmobiliaria, en especial considerando la presión por parte del gobierno para que fomenten los créditos a los segmentos de menores ingresos que típicamente no calificaban para el crédito tradicional. Hacia 2008 estas empresas eran responsables por la mitad de los créditos hipotecarios de EE.UU y tres cuartos de los nuevos créditos (Woods, 2009). Las GSE no otorgaban créditos directamente sino que compraban los créditos a los bancos en el mercado secundario, luego los empaquetaban y vendían los activos basados en hipotecas a los inversores institucionales. Así los bancos y las GSE se hacían de fondos que podían destinar a nuevos créditos y a la compra de los mismos respectivamente. En este sentido las GSE desviaban artificialmente fondos hacia el mercado inmobiliario inflando los precios. Cabe destacar que lo que posibilitó tal conducta fue que las GSE estaban implícitamente garantizadas por el Tesoro de

EE.UU. de modo que los inversores instituciones estaban dispuestos a financiarlas a bajas tasas a pesar del alto riesgo de default propio de empresas altamente apalancadas y poco diversificadas.

2. Relajación de los pagos iniciales requeridos a las hipotecas garantizadas por la Administración Federal de Viviendas

La Administración Federal de Viviendas (FHA) surge para asegurar el acceso al crédito hipotecario a los prestatarios calificados. Inicialmente entre los requisitos necesarios para calificar se estableció un pago inicial del 20% del valor de la vivienda. Los prestamistas privados originalmente requerían pagos mayores, pero luego comenzaron a converger hacia el 20%, incluso hacia valores inferiores. Ante este escenario, la FHA inició un proceso de ajuste de los depósitos requeridos, alcanzando el 3% en 2004 y, aún más, propusieron reducciones al 0% (White, 2008).

3. Acta de Reinversión Comunitaria y presión para prestar a las minorías por parte del Departamento de Viviendas y Desarrollo Urbano

El Acta de Reinversión Comunitaria (CRA) forzaba a los bancos a dirigir una porción de sus préstamos hacia las mismas localidades de donde obtenían sus depósitos. A partir de 1995, este acta se volvió más vinculante en el sentido en que ahora a los bancos con un bajo rating CRA se les podría negar la fusión con otros bancos o incluso la apertura de nuevas sucursales. Asimismo como las quejas relacionadas al incumplimiento del CRA podrían influir en la calificación CRA de los bancos, los grupos de interés los amenazaban. De modo muchos bancos se unieron a grupos comunitarios y distribuyeron millones de hipotecas a prestamistas que previamente habían sido descalificados para el crédito tradicional (White, 2008). Asimismo Woods (2009) menciona las presiones vinculadas a la igualdad racial a las que estuvieron sujetos los bancos, a las cuales también respondieron bajando los estándares crediticios para que califiquen las minorías más riesgosas.

4. Estímulos artificiales a especulación

Durante el auge las compras especulativas de propiedades alcanzaron un cuarto de las compras totales. El estímulo artificial del gobierno hacia la especulación vino dado por su intención de aumentar la población propietaria, especialmente las minorías de bajos ingresos, lo que fomentó la relajación de los estándares crediticios y los créditos a tasa de interés variable. Así la inversión especulativa en bienes raíces resultaba particularmente atractiva pues se podían adquirir créditos

hipotecarios con pocos requisitos (incluso financiación del 100%) y revender las propiedades a un mayor valor antes de que aumenten las tasas variables (Woods, 2009).

5. Código fiscal incentiva el endeudamiento

El código fiscal favorece a quienes compran propiedades con crédito hipotecario en detrimento a quienes no se endeudan pues los intereses del préstamo son deducibles de impuestos. Asimismo también se contemplaron favoritismos impositivos hacia la inversión en bienes raíces en detrimento de otro tipo de inversiones (Woods, 2009).

Reflexiones finales

Desde el punto de vista de la Escuela Austríaca la explicación de la CFI es una aplicación directa de la ABCT: la manipulación de las tasas de interés, en particular la diferencia entre la tasa de interés natural y la bancaria, generó presiones antagónicas sobre los recursos de la economía que se materializaron en un gran volumen de inversiones equivocadas y de consumo; eventualmente la economía tuvo que ceder.

Asimismo, quienes adquieren a este enfoque le atribuyen la responsabilidad al gobierno tanto por generar el exceso de liquidez que fomentó los errores de percepción y las malas inversiones, como por canalizarlo hacia el mercado inmobiliario en particular. En este sentido la Escuela Austríaca destaca la supremacía del mercado sobre las políticas intervencionista y aboga por una mayor descentralización bancaria y por límites a la expansión secundaria.

Referencias bibliográficas

— Bernanke, Ben (2010). “Monetary policy and the housing bubble”. Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta. 03/01/2010.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>

— Bocutoğlu, E. y Ekinçi, A. (2010), “Austrian Business Cycle Theory and Global Financial Crisis: Some Lessons for Macroeconomic Risk and Financial Stability”. ICE-TEA 2010: The Global Economy After the Crisis: Challenges and Opportunities. 1-3/09/ 2010.

- Garrison, R. (1996), “The Austrian Theory: A Summary.” Compilado en “The Austrian Theory of the Trade Cycle and other essays”, Ebeling, R. Ludwig von Mises Institute, 1996.
- Garrison, R. (2002). “Time and Money. The macroeconomics of capital structure.” Primera edición publicada en 2001. Ed. Routledge. Londres.
- Hayek, F. A. (1931), “Prices and Production”. Ed. George Routledge and Sons. Londres.
- Mayer, T. (2011). “I’m an Austrian in economics”. Deutsche Bank Research. Current Issues 16/09/2011.
- http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000278552/'I'm+an+Austrian+in+economics'.PDF
- Murphy, R. (2011), “My Reply to Krugman on Austrian Business-Cycle Theory”. Mises Daily, 24/01/2011.
- <http://mises.org/daily/4993/My-Reply-to-Krugman-on-Austrian-BusinessCycle-Theory>
- Taylor, J. (2007). “Housing and monetary policy”. National Bureau of Economic Research. Working Paper n° 13682.
- Tortul, M (2011a). “La naturaleza de la crisis y la teoría económica: reivindicación de las ideas de Minsky”. 9º Congreso Internacional sobre Globalización Financiera. ISBN-13: 978-84-694-2752-1. Grupo eumed.net. Universidad de Málaga. 5-21/10/2011.
- Tortul, M. (2011b). “El rol del sistema financiero, la política monetaria y los desbalances globales en la gestación de la crisis Internacional”. V Congreso Nacional de Estudiantes de Postgrado en Economía. ISBN 978-987-1620-36-4. Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca. 26-27/05/ 2011.
- White, L. (2008). “How did we get into this financial mess?” Cato Institute. Briefing paper n°110.
- Woods Jr, T. (2009). “Meltdown”. Regnery Publishing, Inc. EE.UU, 2009.