

## UN NUEVO MARCO ANALÍTICO PARA ESTUDIAR EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA AMERICANA SOBRE LA ECONOMÍA ARGENTINA

Por Florencia MARTÍN NASI<sup>1</sup>

### Resumen:

En este trabajo ofrecemos un nuevo marco analítico para estudiar el impacto de la política monetaria americana sobre la economía argentina. Este marco analítico se compone de tres contribuciones fundamentales, dos de los cuales fueron desarrollados por economistas argentinos: en primer lugar, tomamos la aportación de Friedrich Hayek sobre la teoría austríaca del ciclo económico; en segundo lugar, referenciamos la contribución de Guillermo Calvo conocida bajo el concepto “Sudden Stop”; y en tercer lugar, volvemos sobre los aportes de Raúl Prebisch, los que nos permiten integrar las dos contribuciones previas con las preocupaciones de la macroeconomía abierta, y en particular nos permiten analizar el impacto que la política monetaria americana genera sobre economías pequeñas y abiertas.

**Palabras claves:** macroeconomía abierta, política monetaria, sudden stop, teoría austríaca del ciclo económico, centro-periferia

**Códigos JEL:** E3, E4, E5, N1

Este trabajo pretende ofrecer un nuevo marco analítico para estudiar el impacto de la política monetaria americana sobre la economía argentina. Este marco analítico se compone de tres contribuciones fundamentales, dos de los cuales fueron desarrollados por economistas argentinos: en primer lugar, tomamos la aportación de Friedrich Hayek sobre la teoría austríaca del ciclo económico; en segundo lugar, referenciamos la contribución de Guillermo Calvo conocida bajo el concepto “Sudden Stop”; y en tercer lugar, volvemos sobre los aportes de Raúl Prebisch, los que nos permiten integrar las dos contribuciones previas con las preocupaciones de la macroeconomía abierta, y en particular nos permiten analizar el impacto que la política monetaria americana genera sobre economías pequeñas y abiertas.

---

<sup>1</sup> Estudiante de la carrera de Contador Público Nacional de la UNLPam. Correo: flor\_mnasi@hotmail.com. Este trabajo se desarrolla gracias a una Beca de Iniciación en Investigación. El trabajo se encuadra dentro del Proyecto de investigación “Fundamentos de la Libertad Bancaria y de la Banca Central en Argentina”, co-dirigido por Edith Alvarellos y Adrián Ravier.

Es importante destacar que nos interesa aquí enfatizar los puntos de contacto que pueden ser compatibilizados en un enfoque integral, y no señalar las contradicciones entre los autores, que lógicamente existen.

De esta forma el propósito principal del trabajo consiste en ofrecer un marco analítico a través de la integración de los aportes de los autores estudiados, de forma tal que explique los fenómenos macroeconómicos generadores de ciclos económicos en los países, de manera tal que permita analizar el impacto de la política monetaria americana sobre economías pequeñas y abiertas, con especial atención a la República Argentina.

Las partes I, II y III presentan las contribuciones de estos tres autores en forma independiente. La parte IV integra las contribuciones y ofrece una conclusión al tema propuesto.

## **1. TEORÍA AUSTRÍACA DEL CICLO ECONÓMICO**

La teoría austríaca del ciclo económico fue desarrollada inicialmente por Ludwig von Mises, economista de la escuela de Viena, quien en 1912 publicó su libro "The Theory of Money and Credit". En aquella oportunidad Mises integró los aportes de David Ricardo sobre los efectos de las políticas monetarias expansivas, con las contribuciones de Knut Wicksell y la diferenciación entre el tipo de interés natural y de mercado, y también con las contribuciones de Eugen Böhm Bawerk sobre "Capital and Interest". Pocos años después de finalizada la 2da guerra mundial, Mises coloca a Hayek como director de un Instituto para el estudio de los ciclos económicos, y este último se beneficia de un proceso de formación que incluye un paso por Estados Unidos. Desde finales de la década de 1920 hasta 1941, especialmente sobre la base del pensamiento de Ludwig von Mises, Hayek desarrolló una teoría austríaca del ciclo económico que enriqueció la contribución de su padre intelectual. En la serie de lecturas publicadas como Prices and Production (1931), sus trabajos Monetary Theory and the Trade Cycle (1933) los artículos compilados como Profit, Interest and Investment (1939), y The Pure Theory of Capital (1941), Hayek enfatiza el impacto que la política monetaria tiene sobre la estructura de la producción, lo que lo obliga a profundizar en el estudio de la teoría subjetiva, heterogénea y dinámica del capital.

En los últimos años esta teoría ha sido revalorizada, en gran parte debido a hechos del mundo real y debates sobre políticas, donde ha quedado en evidencia que varias crisis económicas han seguido la básica narración de Mises-Hayek-Garrison: un insostenible "boom" de crédito barato que finaliza con una profunda crisis.

Los austríacos desarrollaron una teoría "monetaria" del ciclo económico (Mises, 1912, 1966; Hayek 1931, 1933, 1937, 1939, 1941), a través de la cual explican cómo la política

crediticia provoca desequilibrios entre la tasa de interés natural y la de mercado, y de qué manera impacta esta situación en la estructura del capital.

Estos economistas proponen que la economía puede seguir una trayectoria de crecimiento sostenido o alternar entre fases expansivas y recesivas, denominando esta oscilación como ciclo económico o dinámica boom-and-bust. En ambos casos, es la mayor inversión originada en menores tasas de interés lo que impulsa la expansión. Pero cuál de las dos trayectorias finalmente se verifique dependerá de cuál sea el origen de la reducción de la tasa de interés. Si la misma se debe a un aumento del ahorro genuino, el resultado será un crecimiento sostenido de la economía. En cambio, si la tasa se reduce gracias a la expansión crediticia artificial, se pone en marcha el ciclo económico.

### **1.1. El crecimiento sostenido de la economía**

La teoría austríaca trata al capital como una estructura y no como un agregado. Es decir, el capital físico no es homogéneo, sino que está compuesto por un conjunto desagregado y especializado de factores de producción. Considera que los bienes se producen siguiendo una secuencia de múltiples etapas de producción interrelacionadas entre sí, donde la producción de una etapa sirve de insumo a la próxima. En las primeras etapas –temporalmente más alejadas del bien final- se producirán bienes de capitales, mientras que en las siguientes etapas se producirán bienes intermedios, y en las últimas etapas, bienes de consumo.

La estructura inter-temporal del capital puede representarse gráficamente a través del triángulo de Hayek, el cual refleja no sólo que la producción es un proceso que requiere tiempo, sino que el proceso está formado por una secuencia de etapas que configuran la estructura intertemporal del capital.

Roger Garrison (2001) logró exponer en gráficos interrelacionados el proceso de formación de capital y las distorsiones en la economía provocadas por las manipulaciones monetarias. Para ello utiliza tres elementos: el triángulo de Hayek, la frontera de posibilidades de la producción –que representa el tradeoff fundamental que existe entre bienes de consumo y bienes de capital, donde cada punto de la FPP refleja combinaciones de consumo e inversión que son sostenibles en el tiempo - y el mercado de fondos prestables -muestra las relaciones entre tasa de interés con el ahorro y la inversión-.

Cuando en la economía se registra un cambio en las preferencias intertemporales de los individuos, esto implica una mayor valoración respecto de los bienes futuros contra los bienes presentes. El nexo entre las preferencias intertemporales de los consumidores y la inversión es la tasa de interés del mercado, determinada en el mercado de fondos prestables. De esta manera, al verificarse un cambio en las preferencias intertemporales,

los consumidores resignan consumo presente por un valor adicional en el futuro, y la oferta de fondos prestables aumenta, generando una disminución del tipo de interés de mercado.

El gran aporte de la teoría austríaca es que el interés determina el nivel de inversión y el tipo de inversión. El tipo de interés tiene un rol de coordinación de acciones de consumidores, ahorradores y productores. Actúa como una variable que es fundamental para el cálculo económico. Teniendo en cuenta 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.

Por lo tanto, cuando en una economía se produce un exceso de ahorro producto del cambio en las preferencias intertemporales de los individuos, hay un desplazamiento de la curva de oferta en el mercado de fondos prestables, verificándose una baja en el tipo de interés, que incentiva una mayor inversión, ya que un número más grande de proyectos se vuelven rentables y es menos costoso financiarse en el mercado. A su vez, el incremento de ahorro implica una baja en el consumo presente.

Las industrias dedicadas a etapas más tardías de producción experimentan pérdidas contables y los empresarios reducirán la demanda de trabajo, despedirán personal, generando una caída del salario y de la oferta, liberando recursos que se reubicarán en la producción de bienes de capital, paso necesario para satisfacer la mayor demanda de inversión de bienes durables producto de la baja en la tasa de interés. De esta forma, las industrias que se dedican a etapas más alejadas del consumo experimentan beneficios y contratan los factores disponibles en la economía. De este modo, los beneficios y pérdidas que experimentan las industrias que producen bienes en las distintas etapas son señales indicatorias para restringir la inversión en etapas más próximas al consumo y dedicarse a aquellas más alejadas del mismo.

A largo plazo, todo el ahorro generado en la economía se utiliza en forma de inversión, impactando en todo el proceso productivo. Este proceso de ahorro, inversión y formación de capital es el que da lugar a una mayor acumulación de capital. Se verifica en la economía un aumento real de la producción de bienes y servicios de consumo que, al no haber disminuido la cantidad de dinero ni verificarse un incremento en la demanda de dinero, provoca una disminución de los precios de mercado de bienes y servicios de consumo como consecuencia del aumento de ahorro y en el incremento de la productividad a que da lugar una estructura productiva más capital-intensiva. De esta forma hay un crecimiento real de los salarios y de las rentas de los factores de la producción, ya que

pueden adquirir una cantidad y calidad creciente de bienes y servicios de consumo.

Los austríacos sostienen que el proceso de crecimiento y desarrollo económico más sano y sostenible en el tiempo es a través de un incremento en el ahorro voluntario entendido como un cambio de las preferencias temporales orientadas hacia el futuro, ya que genera un alargamiento en la estructura productiva, mayor inversión, consumo, salario real y desarrollo y bienestar general, sin provocar distorsiones ni desajustes en la economía.

### **1.2. Manipulación de la tasa de interés. Ciclo económico.**

Sabiendo que una tasa de interés baja promueve una mayor inversión, con el objetivo de impulsar el crecimiento de la economía, el Banco Central podría disminuir artificialmente la tasa de interés llevando a cabo políticas monetarias expansivas. En este caso el Banco Central, utilizando su capacidad de expandir la oferta monetaria, tiene el poder de crear crédito. Puede actuar en la economía generando una expansión del crédito con emisión monetaria, o bien a través del multiplicador bancario que opera en un sistema de banca central con reserva fraccionaria. Mises explica que la creación de medios fiduciarios adicionales permite que los bancos comerciales puedan extender el crédito más allá del límite fijado por sus activos y por los fondos depositados por sus propios clientes. Es el mecanismo de reservas fraccionarias el que permite al sistema bancario actuar sin ahorro a partir de la privación del consumo, siendo éste el inicio del proceso del ciclo de los negocios.

Esa expansión "artificial" del crédito -no respaldada por ahorro voluntario previo y mediante la manipulación a la baja del tipo de interés- es indistinguible del crédito proveniente de ahorristas, cuando prestan una cantidad real de recursos representados por el valor monetario de éstos recursos reales, y que son utilizados en actividades de inversión. Cuando el Banco Central lleva a cabo la expansión crediticia, sin verificarse en la economía un proceso de ahorro previo ni disminución del consumo, se desplaza la curva de oferta de créditos en el mercado de fondos prestables. Esto genera dos efectos: se reduce la tasa de interés de corto plazo por debajo de su nivel natural, y se rompe la identidad ahorro-inversión. Esta expansión del crédito fomenta la inversión en bienes de capital, pero al no haber un cambio en las preferencias de los individuos, no se verifica una disminución del consumo presente y, por consiguiente, un aumento genuino de los recursos disponibles necesarios para financiar esa mayor inversión. Es decir, el aumento de la demanda de inversión en bienes de capital y de consumo de bienes finales coloca a la economía en un punto ubicado por encima de la frontera de posibilidades de la producción. La mayor demanda de consumo, fomentará la inversión en las últimas etapas de la producción mientras

que los empresarios llevan a cabo proyectos de inversión en etapas más alejadas del consumo actuando como si realmente se hubiera producido un incremento del ahorro en la economía. Este falso auge económico que experimenta la economía donde todos los sectores se expanden a la vez es insostenible en el tiempo.

La puja entre los agentes económicos de las distintas etapas por los recursos productivos escasos, ofreciendo precios cada vez mayores por los mismos para alejarlos de los usos alternativos, genera un incremento general de los precios en la economía y los inversores deben afrontar costos cada vez más elevados, surgiendo dificultades para continuar y finalizar los proyectos de inversión de largo plazo y se desata una crisis por problemas financieros.

Esas inversiones que no hubieran sido iniciadas de no ser por la distorsión en los precios relativos debido a la mayor masa de dinero circulante en la economía<sup>2</sup>, sobreutilizan los bienes de capital acumulados, desviándolos a proyectos no redituables en condiciones normales de mercado. En algún momento, producirán sobrevaloraciones en algún o algunos activos –las tan temidas “burbujas”– que acaban estallando. Es evidente entonces que la manipulación de los tipos de interés transmite información errónea a los inversores, quienes invierten por encima de lo justificado por el capital disponible en la economía y en proyectos que no resultaban rentables bajo la tasa de interés de mercado. Esto es lo que Hayek denominó como proceso de “mala inversión” (malinvestment).

Este falso auge económico que experimenta la economía, donde todos los sectores se expanden a la vez y el desempleo desciende por debajo de la tasa natural, es insostenible en el tiempo por lo que se explica a continuación. Ese estado más activo de los negocios lleva a una demanda creciente de materiales de producción y de trabajo, los precios de éstos crecen, y el incremento en los salarios genera, con el tiempo, un incremento en los precios de los bienes de consumo. Sin embargo, los medios materiales de producción y de mano de obra disponibles no se han incrementado. Es decir, no se registró un incremento en el stock de bienes de capital en la economía; lo único que se ha incrementado es la cantidad de medios fiduciarios que pueden cumplir el mismo rol que el dinero en la circulación de los bienes. Los medios de producción y de trabajo que han sido desviados hacia las nuevas empresas han sido desplazados de otras. En la medida que se continúe expandiendo el crédito esto no será notado, pero esta extensión no puede ser empujada eternamente.

---

<sup>2</sup> Al respecto, Hayek en su libro *Prices and Production*, p. 90: “Casi todas las variaciones de la masa monetaria, tengan o no una influencia en el nivel general de precios, tienen necesariamente una influencia en los precios relativos. Y como no cabe la menor duda de que los precios relativos determinan el volumen y la estructura de la producción, casi todas las variaciones de la masa monetaria deben necesariamente también influir en la producción.”

En definitiva, la puja entre los agentes económicos por los recursos productivos escasos, genera un aumento generalizado de los precios. En este momento sólo una nueva inyección monetaria puede evitar que explote la burbuja, prolongando la especulación y empeorando la mala asignación de los recursos, agravando las consecuencias de la crisis. Es decir, cuanto más largo el período de expansión crediticia y más larga la demora de los bancos en cambiar su política, peores serán las consecuencias de las malas inversiones y de la desordenada especulación característica del auge y, como consecuencia, más largo será el período de depresión y más incierta la fecha de recuperación y el retorno a la actividad económica normal.

Esta situación de auge es insostenible en el tiempo, y tarde o temprano la tasa de interés de mercado debe retornar al nivel de la tasa natural. Cuando la Banca Central, responsable del proceso de expansión crediticia y de la etapa del auge, advierte dicha situación y decide el cese de la expansión monetaria y crediticia para evitar un proceso inflacionario, en el mercado de fondos prestables la curva de oferta de crédito se desplaza hacia la izquierda. Esta decisión tiene dos efectos: por un lado aumenta la tasa de interés, hasta que el nivel de inversión se alinee nuevamente con el ahorro. Esto frena en forma abrupta el flujo de crédito barato, se produce un cambio en los planes de inversión de largo plazo y en el análisis de costos y presupuestos de empresarios, lo que impacta en el ciclo económico convirtiendo el auge en crisis y depresión.

La crisis genera un inevitable reajuste del sistema productivo, por lo que aquellas inversiones que en un principio resultaban rentables con precios distorsionados por la política crediticia llevada a cabo, ahora dejan de serlo y se efectúa la natural liquidación de las inversiones erróneas, muchas de ellas quizás aún sin ser completadas. Los recursos invertidos en dichas inversiones no pueden ser utilizados en otras, por lo que algunas empresas reducen su escala de operación, despiden trabajadores en forma masiva –como consecuencia se produce una suba de la tasa de desempleo-, mientras que otras cierran o quiebran. Por su parte, los precios colapsan. Esto se traduce en una menor cantidad y calidad de bienes y servicios de consumo y a un mayor precio debido a la menor oferta de los mismos y a la mayor demanda monetaria.

En la macroeconomía del capital, se considera que tal proceso de ajuste es necesario para corregir los errores de inversión previos causados por las condiciones artificiales creadas en el mercado por la extensión del crédito y el incremento de los precios derivado de éste, es decir, las recesiones son necesarias para que las actividades productivas se alineen nuevamente con las preferencias de los consumidores.

El resultado de la manipulación de la tasa de interés, a través de la expansión crediticia

ejercida por la Banca Central, es una caída de la renta nacional, disminución del salario real y pobreza.

Una vez que se lleva a cabo el reajuste, puede iniciarse nuevamente el ciclo económico si se lleva a cabo otra expansión crediticia, o bien la economía puede recuperarse y crecer sostenidamente si aumenta el ahorro voluntario.

## **2. LAS RELACIONES ASIMÉTRICAS ENTRE ECONOMÍAS CENTRALES Y LAS PERIFÉRICAS**

Prebisch es uno de los economistas argentinos más reconocidos a nivel internacional. Hasta la Gran Depresión de 1930 hay consenso que Prebisch compartía las ideas neoclásicas; sin embargo, a partir de la crisis del 30, comienza su visión heterodoxa y estructuralista. En 1935, junto a Federico Pinedo, por entonces ministro de Hacienda de Argentina, propuso la necesidad de crear el Banco Central de la República Argentina (BCRA) con el fin de mitigar los efectos negativos del ciclo económico internacional sobre la economía argentina, alentar la producción interna y reducir la volatilidad.

El pensamiento de Prebisch puede ser dividido en dos grandes etapas: la primera etapa comprende el período anterior a formar parte de la CEPAL, y la segunda, los años posteriores al ingreso a dicha comisión<sup>3</sup>.

Prebisch llegó a la CEPAL para escribir un informe en el cual presentó su opinión acerca de los principales problemas que enfrentaba en ese entonces el desarrollo económico de América Latina (Prebisch, 1949). Sus ideas contenidas allí generaron un gran impacto en los medios académicos y políticos de la región, siendo considerado un pilar fundacional del pensamiento estructuralista. Sin embargo, no se ha planteado cuándo y por qué motivos Prebisch incorporó aquellas ideas a su pensamiento.

El pensamiento de Prebisch sobre el desarrollo comienza entre 1920 y 1921, cuando se da cuenta de que la economía argentina es muy vulnerable a las fluctuaciones que provienen de países industriales por la posición que ocupa en el sistema económico mundial, por lo que sus primeros escritos datan de aquellos años. Esa es la pieza clave de sus aportes teóricos que fue desarrollando a lo largo de los años y que tomó forma definitiva en el esquema centro-periferia. Sin embargo, la opinión corriente es que durante los años veinte fue un convencido neoclásico y muy poco existe en dichos escritos iniciales que pueda servir de fondo al informe de 1949.

Muchos afirman que a raíz de la crisis iniciada en 1929 habría comenzado a renunciar a

---

<sup>3</sup> Raúl Prebisch fue secretario general de la CEPAL, institución que impulsó desde 1948 y dejó en 1963.

su visión neoclasicista y a inmiscuirse en la heterodoxia como respuesta a las nuevas interpretaciones del proceso económico. Sin embargo el exponente más importante del pensamiento estructuralista latinoamericano no necesitó experimentar el impacto de la crisis para advertir el carácter intrínsecamente vulnerable y desigual de un patrón de crecimiento cuyo funcionamiento depende de la demanda y los capitales externos y se basa en la concentración de la propiedad de la tierra; la crisis sólo confirmó su diagnóstico y le impuso la tarea de buscar soluciones, pero no fue la causa que los originó. Por lo tanto existe una notoria continuidad en la evolución de las ideas de Prebisch desde sus primeros escritos juveniles hasta el Informe de 1949 en que presenta su “manifiesto” desarrollista; en aquellos escritos se encuentran, en mayor o menor grado, casi todas las ideas que presentó al incorporarse a la CEPAL, por lo que resulta equivocado dejarlos de lado como si fuesen mera expresión de pensamiento neoclásico.

Sin embargo, una atenta lectura de sus escritos de esos años muestra que la continuidad de sus ideas fue mucho mayor que la supuesta, por lo que resulta muy simplista dividir su evolución en dos momentos —ortodoxo y heterodoxo— separados por la crisis de 1929. Prebisch mismo, cuando hilaba más fino, reconocía que los años veinte no habían sido pura ortodoxia. (Gurrieri, 2001, p. 69).

## 2.1. Esquema centro-periferia originario

El esquema centro-periferia fue reformulado a lo largo de los años como respuesta a la evolución en su pensamiento, por ello distinguimos el esquema centro-periferia originario del modificado. El primero de ellos tiene especial énfasis en los flujos financieros, mientras que el segundo se focaliza en el sector exportador (a partir de la Gran Depresión) y clasifica una economía como central si es productora de manufacturas, o como periférica si es exportadora de materias primas. Sin embargo, es el esquema centro-periferia originario el que nos brinda los principales aportes en sintonía con los de los otros autores estudiados.

En el esquema centro-periferia originario, la clasificación de una economía en central o periférica, la realizaba teniendo en cuenta la diferente capacidad de implementar políticas que permitan modificar los flujos internacionales de capitales.

Para Prebisch los centros cíclicos de relevancia tienen el poder de influir en los flujos de capitales al alterar sus tasas de interés de referencia, para atraerlos o exportarlos de acuerdo a las fluctuaciones del ciclo de sus negocios, por el tamaño de sus economías y mercados de capitales. Mientras que las economías agropecuarias periféricas deben afrontar fuertes ajustes cambiarios y recesivos para equilibrar sus cuentas externas. (Tejera, Ariel; Verón, Leandro y Futerman, Alan, 2012, pág. 7)

Un país central era aquel país que, mediante el cambio de su tasa de interés podía modificar dichos flujos de capital para ajustar su economía suavemente; en cambio el país periférico se veía afectado por dicha tasa. En este sentido, uno puede conectar el análisis de Prebisch con lo señalado más arriba por Hayek, donde el manejo artificial de la tasa de interés corresponde a un país central, como puede ser Estados Unidos, y la economía pequeña y abierta que sufre el shock podría ser un país como la Argentina. Lo cierto es que ni Prebisch contó entonces con el enfoque de ciclo económico planteado arriba, ni Hayek se preocupó realmente por el impacto que la política monetaria de los países centrales podía jugar sobre economías pequeñas y abiertas.

En el análisis de Prebisch los ciclos en las economías periféricas resultan ser reflejos de los ciclos céntricos, y se explica de la siguiente manera. Prebisch reflejó en sus primeros escritos lo que ocurría en la economía –en ese entonces bajo un sistema de patrón oro-, y explicó que, dada la importancia de los capitales ahorrados en una economía central, luego de terminado un proceso recesivo, ésta se encontraba con una abundancia de liquidez que buscaba una colocación rentable. De esta manera se expandía el crédito para emprender los nuevos negocios internos que surgían, y a su vez se expandían las exportaciones de capitales desde las economías centrales a las periféricas, de manera tal de aprovechar las altas rentabilidades de los mercados de frontera. Estos dos canales de utilización de los ahorros generaban una salida de oro de la economía hacia el resto del mundo, a causa de la exportación directa –ya sea por préstamos privados, públicos o inversión directa- y por el aumento de las importaciones que conllevaba el aumento del crédito durante el auge. Esto ocasionaba un aumento de las exportaciones generado por el incremento de la demanda de los países periféricos que habían visto aumentar sus reservas. Todo esto, ocasionaba en la economía central un debilitamiento de sus reservas metálicas. Ante esta situación, el Banco de Inglaterra respondía elevando el tipo de descuento para detener o disminuir la expansión del sistema crediticio, desalentar las exportaciones de capitales, o –dependiendo de la gravedad del drenaje de metálico- importar nuevamente capitales del exterior. Como consecuencia de esta política seguida por el Banco, se producía una disminución o eliminación de las nuevas importaciones, una disminución de las exportaciones de capital o una reimportación de estos. Al mismo tiempo, las exportaciones conservaban un comportamiento inercial que hacía que el sector externo se reequilibre rápidamente – sin llegar a sufrir un desequilibrio profundo- o aún que se obtenga nuevamente un superávit externo.

En Prebisch el factor monetario resultaba clave para explicar la diferencia de los procesos cíclicos periféricos respecto de los centrales. Ante una crisis los países centrales poseían la

capacidad de alterar la tasa de interés y modificar el flujo internacional de capitales, permitiendo una entrada equilibradora de su deficitario sector externo. De esta forma, lograban influir en sus procesos cíclicos y, como contrapartida, en los de los países periféricos que afrontaban las consecuencias en forma pasiva, porque no poseían la capacidad de modificar los flujos de capitales internacionales mediante el movimiento de sus tasas de interés, y debían realizar ajustes cambiarios y encarar procesos recesivos para reequilibrar su sector externo.

Según el esquema centro-periferia originario (ECPO) de Prebisch, las economías internas de los países de la periferia quedaban vulnerables a los shocks externos provenientes de las políticas monetarias discrecionales seguidas por los Bancos Centrales del centro.

Es posible encontrar puntos en común entre lo expuesto por Raúl Prebisch en sus primeros textos, y la teoría austríaca del ciclo económico, cuando explica numerosos ciclos de auge y depresión de la economía argentina que siguen los lineamientos de los austríacos. En "Anotaciones sobre nuestro medio circulante", Prebisch se refiere a dichas oscilaciones del ciclo económico de nuestro país:

En la historia monetaria argentina, a pesar de su confusa apariencia, nótase una serie de períodos de ilimitada confianza y prosperidad, de expansión en las transacciones, de especulación inmobiliaria y fantasía financiera; seguidos de colapsos más o menos intensos, precipitados en pánicos, que originan la liquidación forzada de las operaciones, el relajamiento de la confianza, la postración y el estancamiento de los negocios. Sin duda, cada uno de estos ciclos no se presentan exactamente en las mismas condiciones, ni con idéntico carácter; pero considerados en conjunto, es posible encontrar en ellos, hechos fundamentales que se repiten (...). (Prebisch, 1921, p. 119)

También es posible notar cierta semejanza entre el relato de Prebisch sobre lo ocurrido en aquellos años y lo que posteriormente el economista Guillermo Calvo denominaría como "sudden stop". Prebisch, al igual que Calvo, explica las consecuencias que sufre la economía argentina cuando se interrumpe la afluencia de capitales:

El capital extranjero, al llegar al país en grandes cantidades bajo forma de metálico, había hecho posible el restablecimiento de la conversión y el éxito de la Oficina de Cambios. Cuando, después de algunos años de actividad febril, abandona el país respondiendo a saldos adversos del balance de pagos, no sólo deja tras sí la suspensión de los pagos metálicos y la depresión en los negocios, sino también, una crecida suma de billetes inconvertibles, antes inexistentes (Prebisch, 1921, p. 148).

En el apartado “Síntesis y conclusiones”, Prebisch resume:

[...] El período de prosperidad ficticia, de subida de valores y de especulación inmobiliaria, que la inflación del circulante genera, concluye en el estallido de una crisis, no bien el crecimiento de las importaciones desequilibra el balance comercial. [...] País sin capitales acumulados, y por tanto incapaz de mantener moneda propia, la Argentina debía tomarlos en el exterior, ya para desenvolverse económicamente, ya para colmar los déficits en los presupuestos. Los capitales prestados permiten, por una parte, el abultamiento de las importaciones de mercaderías extranjeras, y por otra, al incorporarse como metálico a la economía nacional, aumentan la cantidad de medio circulante, y preparan el terreno para la expansión del crédito y un período ascendente; del mismo modo que es el retraimiento de la corriente de esos capitales, que junto a la variación de otros factores sobre los que tienen gran influencia, desequilibran el balance de pagos y producen una situación crítica. (Prebisch, 1921, p.165-166).

Claramente, podemos observar que el esquema centro-periferia originario desarrollado por Prebisch, si bien manifiesta una clara oposición a la idea clásica -hayekiana- de que la estructura económica internacional es neutral y que las relaciones que se dan entre países son de carácter simétrico, nos resulta un aporte útil para complementar la teoría del ciclo de Hayek a los efectos de este trabajo, enriqueciendo dicho análisis al hacer extensiva su aplicación al estudio de las economías periféricas que mantienen relaciones asimétricas con las economías centrales. De esta manera es posible describir las fluctuaciones cíclicas que se dan en dichas economías periféricas como reflejo de los movimientos de expansión y contracción que se originan en las economías centrales.

### **3. LA TEORÍA DEL “SUDDEN STOP”**

En referencia a esta temática se ha pronunciado Guillermo Calvo, uno de los grandes especialistas modernos de la teoría macroeconómica con interés especial en los mercados emergentes de América Latina.

Durante el próspero período de principios de los noventa, donde muchos economistas creían que el trato de los inversores extranjeros a un país dependía de la calidad de su política económica, Calvo y algunos de sus colegas, como Carmen Reinhart y Leonardo Leiderman no estaban de acuerdo. Calvo sostenía que los países no recibían financiamiento externo sólo por aplicar políticas monetarias y fiscales sanas, sino que recibían flujos de capitales por la existencia de factores externos, como un entorno mundial favorable y bajas

tasas de interés en EE.UU., que impulsaban al capital hacia la búsqueda de mayores rendimientos en otros países. Si estos factores cambiaban, la inversión en los países emergentes receptores podía cambiar de rumbo repentinamente. De esta manera, no sólo introdujo el término “*sudden stop*” o “paro repentino”, sino que presagió la crisis del tequila en 1994, motivo por el cual fue nombrado por el *New York Times* como el “profeta del colapso financiero”.

Muchos países de mercados emergentes son vulnerables de distintas formas a los caprichos de los inversionistas internacionales debido al subdesarrollo de los sectores financieros, la constante exposición del sector bancario al pánico de los depositantes y al fenómeno del “contagio”, en el cual los inversionistas no diferencian entre los mercados emergentes, sino que retiran sus fondos sin prestar atención a las circunstancias específicas de cada país. (James L. Rowe, 2007, pp. 4-7).

De esta manera Calvo enfatiza en el sector financiero como fuente de inestabilidad, siendo éste un punto que guarda cierta relación con el esquema centro-periferia originario de Prebisch.

El *Sudden Stop* es un término utilizado para referirse a un colapso masivo, inesperado y generalizado de los flujos de capitales que ingresan a un país o de una contracción en el mercado de créditos -de naturaleza persistente- que suele no guardar relación con las variables económicas fundamentales de un país. Este fenómeno es realmente perjudicial: conduce a países emergentes y con economías endeudadas en dólares a problemas de sostenibilidad fiscal y la economía real se ve muy afectada dada una costosa discontinuación de los proyectos de inversión y las consecuentes quiebras empresariales. Según este autor, lo más nocivo es que es un fenómeno que consiste en una caída muy fuerte, abrupta y no anticipada del flujo internacional de capitales, y que el mismo no puede descartarse para aquellas economías que están insertadas en el sistema financiero internacional. Una cuestión preocupante es la posibilidad de que un país se vea forzado, a raíz de un *sudden stop*, a hacer un ajuste abrupto de cuenta corriente que no estaba planeado, situación que puede traer problemas financieros con consecuencias negativas que se extienden mucho más allá del sector financiero.

Es aquí donde resulta evidente que los aportes del economista Guillermo Calvo acerca de las interrupciones en afluencias de capitales y sus consecuencias sobre la economía guardan relación con el esquema centro-periferia en su concepción originaria desarrollado por Prebisch mucho tiempo antes. El punto de vista de Calvo es que una detención inesperada y persistente de la entrada de capitales, puede conducir a problemas de sostenibilidad fiscal

en países emergentes relativamente cerrados y altamente endeudados en dólares. Por su parte Prebisch, en su ECPO exponía que las economías centrales, alterando sus tasas de interés, tienen el poder de influir en la dirección en la que se dirigen los flujos de capitales según la situación que atraviese su economía, mientras que las economías periféricas sufren las consecuencias de dichas medidas y deben afrontar fuertes ajustes para equilibrar sus desequilibrios financieros y económicos. Dicho esquema estaría reflejando la situación abordada por Calvo ya que los centros de relevancia, al alterar las tasas de interés, incentivarían un redireccionamiento de los flujos de capitales desde las economías periféricas hacia las centrales, sufriendo las primeras un paro repentino o *sudden stop* y debiendo someterse a fuertes ajustes para paliar las consecuencias que genera dicha situación.

Por otra parte, Calvo se ha referido a la Escuela Austríaca, afirmando que:

Hay una creciente literatura empírica pretendiendo mostrar que las crisis financieras son precedidas por expansiones crediticias (Mendoza y Terrones [2008], Schularik y Taylor [2012], Agosin y Huaita [2012], y Borio 2012)). Ello fue un tema central en la Escuela Austríaca de Economía (ver Hayek [2008] y Mises [1952]). (Calvo, 2013, p. 56)

De hecho, escribió un trabajo cuya sección se titula “Errores de política e Información imperfecta: la Teoría Austríaca del Ciclo Económico estaba en el camino correcto”, donde se refiere a los aportes de Mises y Hayek con los que está de acuerdo y que sirven como explicación a los ciclos económicos. Resalta que la concesión excesiva de crédito estaba en el centro de la escena de la Escuela Austríaca del ciclo económico, pero que los autores diferían en cuando a los factores responsables de ello. Calvo ha señalado que los austríacos tenían razón en que los errores de inversión se producen durante la fase del auge y en lo concerniente a la información imperfecta, especialmente al relacionarlo con modelos modernos de expectativas racionales. A su vez, recuerda que Mises atribuye el exceso de crédito a la propensión del banco central de mantener la tasa de interés baja de modo de garantizar el pleno empleo. Cuando la inflación surge, la tasa de interés sube, causando recesión. Bajo el punto de vista de Mises el ciclo es generado por políticas monetarias pro-

---

<sup>4</sup>“There is a growing empirical literature purporting to show that financial crises are preceded by credit booms (Mendoza and Terrones [2008], Schularik and Taylor [2012], Agosin and Huaita [2012], and Borio [2012]). This was a central theme in the Austrian School of Economics (see Hayek [2008] and Mises [1952]).” (Calvo, 2013, p. 56.)

cíclicas con pleno empleo, que no son consistentes con estabilidad de precios<sup>5</sup>.

Calvo entiende a su vez que Hayek deja a un lado a Mises, no porque piense que su explicación era desacertada, sino porque pensaba que la inestabilidad es algo inherente al mercado de capitales y, en particular, se relaciona con lo que Calvo denomina el espejismo del multiplicador bancario del dinero<sup>6</sup>.

Calvo afirma también que la teoría de Mises/Hayek ofrece una correcta explicación de los episodios de la crisis subprime, al menos en lo que tiene que ver con la política monetaria del banco central<sup>7</sup>.

Este economista muestra una sorprendente apreciación de las teorías del ciclo económico de Mises y Hayek, e incluso logra reconocer la diferencia entre ambos anteriormente mencionada que rara vez es notada. Aprecia la advertencia de los austríacos sobre la distorsión de la estructura de producción durante el auge que deja de lado una transición suave, y limita el poder de las políticas de estímulo contra la recesión. Cuando la desaceleración comienza, el formulador de políticas no puede eventualmente proceder debido a la complejidad de la situación. Por lo tanto, considera que no es difícil concluir que las políticas anticíclicas serían, en gran parte, ineficaz, en el afortunado caso en que no sea totalmente contraproducente.

## REFLEXIONES FINALES

Como conclusión, podemos destacar los aspectos más importantes de cada autor.

Según los austríacos toda manipulación y reducción de la tasa de interés por debajo de su nivel natural ejercida por la Banca Central induce a un error masivo de cálculo económico por parte de los empresarios, que invierten en proyectos no redituables en condiciones de mercado. Cuando esta expansión del crédito se interrumpe, generalmente por "riesgo inflacionario", la tasa de interés sube hacia su nivel de mercado e inicia al ciclo económico, dejando claro que no resulta rentable continuar invirtiendo en dichos proyectos de inversión.

---

<sup>5</sup> "Mises (1952), for instance, attributed excessive expansion to central banks' propensity to keep interest rates low to ensure full employment at all times. As inflation flared up, interest rates were raised, causing recession. Thus, in his view the cycle is triggered by procyclical monetary policy with a full-employment bias that was not consistent with inflation stability." (Calvo, 2013, p. 54-55)

<sup>6</sup> "Hayek (2008), on the other hand, dismissed the explanation of Mises, not because it was not a good depiction of historical events, but because he thought that instability was something inherent to the capital market and, in particular, it was related to what might be called the banking money multiplier mirage. His discussion conjures up contemporary issues, such as securitized banking, for example." (Calvo, 2013, p. 55).

<sup>7</sup> "Thus, I think the Hayek/Mises mix has a better chance of being close to the mark—with the emphasis on Mises for the current event" (Calvo, 2013, p. 55) Peter Lewin y Adrián Ravier efectivamente muestran esta relación en su trabajo "The Subprime Crisis" (2012).

Los aportes de Prebisch nos permiten generalizar los desarrollos teóricos de los austríacos, extendiendo el análisis no sólo a relaciones simétricas entre economías centrales, sino también a países con relaciones asimétricas de modo tal que el estudio sea aplicable al caso de economías pequeñas, abiertas y con mercados de capitales incompletos.

Calvo realiza su aporte al referirse a las consecuencias del “sudden stop” en las economías emergentes: problemas fiscales y las consecuencias de la interrupción de los proyectos de inversión. El mismo vincula su trabajo al de Mises y Hayek, enfatizando que el “sudden stop” ocurre generalmente tras un shock monetario expansivo generado por la autoridad monetaria.

En resumen, este marco analítico integral nos permite comprender que las fluctuaciones cíclicas que se dan en las economías periféricas, si bien dependen muchas veces de fenómenos locales o propios, también resultan ser hasta cierto grado un reflejo de los movimientos de expansión y contracción que se originan en las economías centrales. De esta forma las economías de los países menos desarrollados se encuentran en situación de vulnerabilidad frente a cambios importantes de las políticas monetarias de los países centrales. De modificarse las condiciones impuestas por éstos últimos, el flujo de capitales se redefiniría y las economías emergentes sufrirían las consecuencias en forma pasiva.

Si bien somos conscientes de las incompatibilidades entre los tres autores estudiados, sus aportes resultan ser una contribución importante para entender los ciclos económicos y su impacto en otras economías, y creemos que el valor de este trabajo es que contribuya a una mejor comprensión de la macroeconomía abierta, sin enfatizar en las contradicciones sino más bien en los puntos de contacto.

## BIBLIOGRAFÍA

Arana, H. M. (n.d.) “La teoría austríaca del ciclo económico y la crisis argentina de 2001” *Congreso internacional “Escuela austríaca del siglo XXI”* Universidad Abierta Interamericana, Buenos Aires, Argentina.

Böhm Bawerk, E. (1959) [1884-1889-1921] *“Capital and Interest”*, 3 vols. Libertarian Press

Calvo, G. A. (2006) “Monetary policy challenges in emerging markets: Sudden stop, liability dollarization, and lender of last resort”. *National Bureau of Economic Research*. Documento de trabajo N° 12788. Diciembre 2006. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w12788>

—. (2007) "Interest rate rules, inflation stabilization, and imperfect credibility: the small open economy case", National Bureau of Economic Research, Documento de trabajo N° 13177. Junio 2007. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w13177>

—. (2009) "Financial crises and liquidity shocks: a bank-run perspective". *National Bureau of Economic Research*. Documento de trabajo N° 15425. Octubre 2009. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w15425>

—. (2013) "The Mayekawa Lecture: Puzzling over the Anatomy of Crises—Liquidity and the Veil of Finance". *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* (Nov.), págs. 39-63.

Calvo, G. A., Izquierdo, A.o y Mejía, L. F. (2004) "On the empirics of Sudden stops: The relevance of balance-sheet effects". Documento de trabajo.

—. (2008) "Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration". *National Bureau of Economic Research*. Documento de trabajo N° 14026. Mayo 2008. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w14026>

Calvo, G. A. y Talvi, E. (2005). "Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: learning from Argentina and Chile". *National Bureau of Economic Research*. Documento de trabajo N° 11153. Febrero 2005. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w11153>

Campos, J. A. D. (2013). "El papel de los bancos centrales durante la crisis". *MBA*. 23 de abril de 2013. <http://www.club-mba.com/2013/04/23/el-papel-de-los-bancos-centrales-durante-la-crisis/#>.

Carrera, C.y Vega, H. (2013). "Política monetaria en un mundo con incertidumbre". *Moneda*.

Frenkel, R. (n.d.) "Los efectos de la política monetaria y el mercado cambiario". *Iniciativa para la transparencia financiera*. <http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura7.pdf>.

Garrison, Roger W. (2001) "*Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*", London and New York: Routledge.

Guillén Romo, H.. (2000). "La teoría de la sobreinversión de Hayek". *Comercio exterior*, Vol. 50, N° 12.

Gurrieri, A. (2001). "Las ideas del joven Prebisch". *Revista de la CEPAL*, N° 75, Santiago de Chile, CEPAL, Diciembre 2001, págs. 69-82.

Guzmán, M. y Fiszbein, M. (2010) "Un Marco para el Análisis de los Procesos Macroeconómicos en la obra de Prebisch". Documento de trabajo N° 84. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata. Abril 2011.

Hayek, F.—. (1967) [1931] "*Prices and Production*", 2da Edición, Nueva York: Kelley; Traducido al español por Carlos Rodríguez Braun, "*Precios y producción, una explicación de las crisis de las economías capitalistas*", Edición española al cuidado de José Antonio de Aguirre, Unión Editorial, 1996.

—. (1929) [1933] "*Monetary Theory and the Trade Cycle*", New York: Harcourt, Brace.

—. (1937). "*Economics and knowledge*". *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 13.

—. (1969) [1939] "*Profits, Interest and Investment*". London: Routledge. Reprint. New York: Augustus M. Kelley.

—. (1975) [1941] "*The Pure Theory of Capital*", University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

Mises, Ludwig von (1997) [1912] "*La teoría del dinero y del crédito*". Unión Editorial, Madrid, España, <http://www.econlib.org/library/Mises/msTContents.html>.

—. (2001) [1949] "*La acción humana: Tratado de Economía*". 6ta Edición, Unión Editorial, Madrid, España, <http://www.mises.org/humanaction.asp>.

—. (1922) [1961] "*Socialismo: Análisis Económico y Sociológico*". 2da Edición, Editorial Hermes, México.

—. (1978) "*On the Manipulation of Money and Credit: Three Treatises on Trade Cycle Theory*". Translated and with a Foreword by Bettina Bien Greaves, Edited by Percy L. Greaves, Jr. (Indianapolis: Liberty Fund, 2011). 20/2/2016. <<http://oll.libertyfund.org/titles/2401>>

Murphy, R. P. (2011) "My Reply to Krugman on Austrian Business-Cycle Theory", *Mises Daily*, January 24th, <http://mises.org/daily/4993/My-Reply-to-Krugman-on-Austrian-BusinessCycle-Theory>

Ocampo, J. A. (2009). "Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina". *Revista Cepal*. Abril de 2009.

Peña, C. (2013) "Volatilidad macroeconómica, choques externos y crecimiento económico. Venezuela, 1970-2010. Un enfoque de economía política". *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, Vol XIX, N°1.

Prebisch, R. (1921) "Anotaciones sobre nuestro medio circulante". *Revista de Ciencias Económicas* N°3. Octubre de 1921.

—. (1949) "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas"

—. (1964) "*Nueva política comercial para el desarrollo*". Fondo de Cultura Económica, Av. De la Universidas. 1° edición FCE 1964

Ravier, A. (2010). "*En busca del pleno empleo*". Unión Editorial, Nueva Biblioteca de la Libertad 41.

—. (2011). "La burbuja inmobiliaria americana". UCA 2011, Vol. *Ensayos de Política Económica*.

Rodriguez, O. (1984). "*La teoría del subdesarrollo de la Cepal*". Siglo 21 editores. 4° edición.

Rowe, James L. (2007). "Maestro en la teoría y en la práctica". *Finanzas & Desarrollo*, págs.4-7. Marzo 2007.

Tejera, A.; Verón, L. y Futerman, A. (2012) *El ciclo económico periférico: algunas definiciones*. XLVII Reunión Anual, s.l. : Asociación Argentina de Economía Política, 2012.

Tortul, M. (2012) "La explicación austríaca de la crisis financiera internacional (2008-2009)". *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados* N° 57, págs. 169-186. Octubre 2012.

White, Laurence H. (2015) "Hayek and Contemporary Macroeconomics". George Mason University, Department of Economics. Documento de trabajo N° 15-05. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2553031>