

## REFLEXIONES SOBRE LA TEORÍA AUSTRÍACA DEL CICLO ECONÓMICO<sup>1</sup>

*Ivo A. Sarjanovic<sup>2</sup>*

recibido: 20 de septiembre 2022

aceptado: 28 de septiembre 2022

### **Resumen**

Este artículo analiza si la versión tradicional de la teoría austríaca del ciclo económico es un modelo útil para explicar cualquier clase de desequilibrios macroeconómicos.

Palabras claves: ciclo económico - inflación- deflación - ingreso y salida de capitales - déficit fiscal - competencia de monedas

### **Summary**

This article analyzes if the traditional version of the Austrian Business Trade Cycle (ABTC) is a useful model to explain any kind of macroeconomic disequilibrium.

Key words: trade cycle - inflation - deflation - capital inflows/outflows - fiscal deficit - currency competition

---

<sup>1</sup> Este ensayo es una versión modificada de un artículo publicado en el libro “*Al maestro Dr. Alberto Benegas Lynch (h): Homenaje de 65 autores*”, Grupo Unión - Fundación Bases, 2022.

Agradezco los comentarios realizados por Alan Futerman.

<sup>2</sup> Ivo A. Sarjanovic es Profesor de “*Commodities agrícolas*” en la Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina y Lecturer sobre “*Soft Commodities*” en la Universidad de Ginebra, Suiza.

Contacto: [i.sarjanovic@bluewin.ch](mailto:i.sarjanovic@bluewin.ch).

*“Certainly the Austrian Cycle Theory showed brilliantly how interest-rate manipulation by the central bank can cause distortions in the structure of production. But it's one thing to develop a theory which could explain a downturn. It's quite another to claim that historically every downturn is to be attributed to that particular theory. That does not necessarily follow. If one were asked, does this theory necessarily explain each and every cycle, I would say no”*

Israel M. Kirzner <sup>3</sup>

## 1. El ciclo austríaco típico

Algunos simpatizantes de la tradición austriaca pretenden ilustrar cada ciclo de auge y recesión que experimentan las distintas economías del mundo utilizando las herramientas que desarrollaron Mises y Hayek en la primera mitad del siglo XX<sup>4</sup>. Sin embargo, no todos los ciclos son de igual naturaleza ni tampoco todos son susceptibles de ser explicados por esta teoría. El enfoque tradicional del ciclo austríaco se focaliza en un marco institucional determinado, caracterizado por un proceso de expansión crediticia destinado al sector privado que tiene origen en el banco central (Mises) o en la banca comercial (Hayek)<sup>5</sup>, que empuja la tasa monetaria de interés por debajo de la tasa natural generando un auge artificial en proyectos de inversión. Ese auge resulta insostenible en el tiempo, dado que en un régimen de patrón oro la cantidad de moneda no puede expandirse de manera indefinida, y en algún momento, cuando el crecimiento de la cantidad de moneda comienza a desacelerarse, las tasas monetaria y natural de interés tienden a igualarse nuevamente reflejando la cantidad genuina de ahorro disponible en el sistema. Este proceso requiere que la actividad económica se readapte a las variables reales subyacentes de ahorro, consumo, inversión y gasto público, vigentes en cada momento. Dependiendo de la duración del auge, de cuan regulados estén los mercados de factores productivos y de los grados de maleabilidad de la estructura de capital físico y humano, estos procesos de ajuste serán más o menos complicados. Los empresarios deberán lidiar durante este periodo de recálculo económico con una estructura de recursos de la producción previamente mal asignados, que tienen distintos niveles de especificidad, lo que limita sus destinos alternativos y que implica un inevitable impacto en la productividad y

---

<sup>3</sup> Kirzner (1997).

<sup>4</sup> Las primeras presentaciones de Mises sobre la teoría del ciclo pueden encontrarse en Mises (1912 y 1978). Las primeras obras de Hayek sobre este tema son Hayek (1929 y 1931). Para una comparación entre los enfoques de Mises y Hayek ver Garrison (2004) y White (1999).

<sup>5</sup> Para un enfoque crítico de la teoría bancaria de Hayek ver White (1999)

el potencial de crecimiento de la economía. El proceso empresarial de descubrimiento de la nueva configuración de precios relativos que hará sostenible al sistema en el largo plazo no es inmune al régimen de derechos de propiedad existente. La vigencia de una economía de mercado, minimizando la intervención estatal, agilizará esta adaptación<sup>6</sup>. Hasta aquí una muy breve descripción de la versión original del ciclo austriaco.

## 2. No todos los ciclos de auge y depresión son del mismo tipo

La teoría aquí esbozada nos resulta útil para explicar algunos ciclos, pero no todos. El desafío es poder utilizar las herramientas que nos proporciona el análisis austriaco para entender qué tipos de distorsiones de origen monetario, cíclicas o no, se producen en marcos institucionales diferentes.

Cuando intentamos recurrir actualmente a la teoría del ciclo austriaco para evaluar su aplicabilidad a diversas circunstancias históricas, quizás el punto más importante a dilucidar es cuál es el régimen monetario imperante. ¿Estamos en un régimen de moneda convertible o fiat<sup>7</sup>? Si estamos en un régimen de moneda convertible: ¿es un sistema de emisión monopólico (patrón oro clásico) o competitivo (*free banking*)<sup>8</sup>?, ¿es un patrón mercancía o un patrón divisa (como puede ser una caja de conversión con diferentes grados de pureza<sup>9</sup>)? o ¿estamos en un régimen de monedas fiat de carácter monopólico o de tipo competitivo a la Hayek<sup>10</sup>? Si estamos frente a un banco central que emite moneda no convertible, ¿qué reglas limitan su comportamiento?<sup>11</sup>, ¿hay tipo de cambio fijo o libre<sup>12</sup>?. En cuanto a los bancos y la creación secundaria de dinero: ¿qué normas prudenciales regulan el funcionamiento de esta actividad?, ¿los niveles de encaje mínimo están reglamentados por la autoridad monetaria?, ¿existen seguros de depósitos?. La identificación de cada caso nos permitirá apreciar mejor las características que pueden tener los distintos tipos de distorsiones monetarias exógenas al

---

<sup>6</sup> Para el impacto de los impuestos en el proceso empresarial de descubrimiento de oportunidades de beneficio ver Kirzner (1985). Sobre el impacto de la política fiscal en la estructura de producción ver los capítulos 5 y 6 de Garrison (2001).

<sup>7</sup> Ver Selgin y White (2010).

<sup>8</sup> Ver Selgin (1988)

<sup>9</sup> Ver Hanke y Schuler (1991)

<sup>10</sup> Ver Hayek (1976)

<sup>11</sup> Ver el tema reglas versus discrecionalidad ver Taylor (2012)

<sup>12</sup> Para un análisis sobre la postura de Milton Friedman sobre el tema cambiario ver Ocampo (2022)

mercado y su capacidad para impulsar o no un movimiento de carácter cíclico como el estudiado por Mises y Hayek.

Los bancos centrales no expanden su activo solamente comprando títulos al sector privado, punto de partida de la teoría austriaca del ciclo económico. También pueden expandir o contraer la cantidad de moneda base por sector externo cuando adquieren o venden divisas en un contexto de tipo de cambio fijo o controlado. En Argentina, por ejemplo, la mayor fuente de expansión de la cantidad de moneda es la de origen fiscal, cuando el banco central compra bonos del Tesoro al sector público para financiar el déficit. Para la teoría austriaca, que destaca el papel no neutral de las inyecciones monetarias a través de los efectos Cantillon<sup>13</sup>, es clave identificar el punto de ingreso de dinero al sistema y su impacto en precios relativos a medida que ese dinero se va gastando secuencialmente. Por eso la huella inflacionaria en la estructura temporal de producción de una inyección monetaria del estilo inicialmente planteado por la teoría austriaca del ciclo en su versión original, donde el gasto adicional se destina a la expansión de la inversión del sector privado, es muy diferente al caso de una expansión por motivos fiscales donde el gasto adicional se destina, por ejemplo, a financiar el aumento del consumo del sector público<sup>14</sup>. En el primer caso asistimos a un alargamiento artificial de la estructura de capital como consecuencia de una tasa monetaria de interés distorsionada a la baja, que ha dejado de reflejar el nivel real de preferencia temporal de los agentes económicos. En el caso de la expansión monetaria de naturaleza fiscal, experimentamos un impulso hacia el acortamiento de la estructura productiva ya que sube la tasa natural de interés por el mayor gasto estatal, pero a causa de la financiación inflacionaria, la tasa monetaria queda rezagada y el ciclo no se revela por un estiramiento de la estructura productiva sino por el contrario, la descoordinación surge debido a que la dimensión tiempo de la producción no se acorta lo suficiente para reflejar el nuevo patrón de preferencia temporal, influido ahora por un mayor gasto de naturaleza política. Ese mayor gasto genera, entre otras cosas, una apreciación del tipo de cambio real, lo que modifica artificialmente el perfil externo de la estructura de capital productivo con un sesgo menos propicio para las

---

<sup>13</sup> Ver Sieroñ (2019)

<sup>14</sup> Para ver a modo de ejemplo el impacto que tiene la financiación del gasto público (en este caso de guerra) en la estructura de producción ver Salerno (2010).

ventas al exterior, mientras se incentivan las importaciones<sup>15</sup>. Esto no representaría ningún problema si fuera fruto de las decisiones libres de los agentes económicos, pero este no es el caso cuando es consecuencia no intencionada del peso del Estado y de las diferentes formas de financiarlo.

Otro fenómeno que impacta la estructura de producción, especialmente en economías pequeñas y abiertas como la Argentina, son los ingresos y salidas de capitales externos<sup>16</sup>. Estos flujos suelen ser volátiles y se comportan como inyecciones y succiones de ahorro que alteran la tasa natural de interés e impactan directamente en la conformación temporal de la estructura productiva<sup>17</sup>. Combinar el estudio de este tipo de fenómenos que tienen su origen en el sector externo con un análisis de las inflaciones de origen fiscal utilizando las herramientas provistas por el enfoque austríaco sería clave para un programa de investigación que permita una mayor comprensión de los ciclos económicos que afectan a economías emergentes.

### 3. Inflación y deflación

La teoría austriaca, si bien habitualmente se ha utilizado para analizar las consecuencias de fenómenos inflacionarios<sup>18</sup>, también podría utilizarse para analizar las consecuencias de un shock deflacionario en la economía. A diferencia de Rothbard y de los partidarios del encaje 100%, no encontramos ninguna virtud en un proceso de baja en el nivel general de precios causado por un desequilibrio monetario donde la oferta no se ajusta a una mayor demanda de dinero. Esa sería una deflación mala o distorsiva, para diferenciarla de una deflación buena, que es la generada por la mayor productividad de la economía<sup>19</sup>. Ante la existencia de un banco central, la regla monetaria de Hayek aboga por intentar preservar el flujo nominal de gasto agregado de manera constante, con una oferta monetaria que se expande o se contrae de

---

<sup>15</sup> Para un análisis acerca de cómo las distintas formas de financiar el gasto público afectan el tipo de cambio real de largo plazo ver Rodríguez (1982).

<sup>16</sup> Para el impacto de los ingresos y salida de flujos internacionales de capital ver Calvo (1998).

<sup>17</sup> Para algunos intentos valiosos en esa dirección ver Cachanosky (2014) y Hoffman y Schnabl (2011).

<sup>18</sup> Aunque resulte paradójico, los economistas austríacos aún debaten cómo caracterizar correctamente a la inflación y la deflación.

<sup>19</sup> Ver Selgin (1997).

acuerdo a la mayor o menor demanda de dinero<sup>20</sup>, permitiendo que los diferentes precios de la economía reflejen mejoras o deterioros de la productividad sin intentar estabilizar el valor promedio de un índice general. Hayek es acusado, no sin algo de razón, de haber tenido una postura poco clara durante la crisis del 30<sup>21</sup>, ignorando incluso su propia propuesta teórica (quizás por falta de acceso a estadísticas de buena calidad<sup>22</sup>), abogando por mantener la cantidad de moneda sin cambios, lo que motivó que la depresión primaria (que es la etapa de contracción de la actividad posterior a todo auge artificial) implomase en una depresión secundaria<sup>23</sup>. Se podrían utilizar herramientas analíticas austríacas para profundizar en la comprensión de este fenómeno y en las políticas que pueden amortiguar sus efectos. Más allá de la necesidad de asegurar la plena vigencia de mercados libres, especialmente los de factores productivos, para que la reconversión de la estructura de capital sea lo más ágil y rápida posible, desde un punto de vista monetario es crucial evitar que como consecuencia de un proceso deflacionario, la tasa monetaria de interés no termine por encima de la tasa natural. Ya que este desequilibrio provocaría un agravamiento de la depresión debido a la infravaloración artificial de proyectos de inversión, especialmente los de más largo plazo, dando lugar a un sobreajuste innecesario de la estructura productiva<sup>24</sup>. La baja de precios de los activos mientras los pasivos se mantienen sin cambios a nivel nominal, puede generar en determinadas situaciones institucionales una espiral contractiva del ingreso total con graves consecuencias no solo económicas sino también de severo impacto político. Por ese motivo, en un contexto de monopolio de emisión (ya que en un escenario de libertad monetaria este problema no existiría porque los bancos responden a los incentivos generados por el sistema de precios<sup>25</sup>), es recomendable que el banco central intente estabilizar el ingreso nominal expandiendo la oferta de moneda para compensar una mayor demanda de dinero. De todas maneras esa sería una solución, si bien necesaria, imperfecta, por las limitaciones propias de todo régimen de emisión gubernamental<sup>26</sup>. La forma que adopte esa emisión, dado que las inyecciones monetarias nunca son neutrales, será clave para evitar efectos distorsivos

<sup>20</sup> Ver Selgin (1999) y White (1999) sobre la teoría monetaria de Hayek.

<sup>21</sup> Ver Magliulo (2016) y White (2008) sobre las recomendaciones de política económica realizadas por Hayek durante la crisis de 1930.

<sup>22</sup> Ver el análisis de Klausinger (2005) acerca de la situación monetaria en Austria 1931 y 1934.

<sup>23</sup> Sobre la depresión o deflación secundaria en Hayek ver Engelhardt (2021). Para una comparación entre el enfoque de Hayek y el de Röpke ver Grudev (2018).

<sup>24</sup> Una explicación más detallada de este proceso en Horwitz (2014).

<sup>25</sup> Para distintas experiencias históricas de sistemas de *free banking* ver Dowd (1992).

<sup>26</sup> Sobre el inescapable problema de conocimiento que limita a toda autoridad monetaria centralizada ver Boettke, Salter y Smith (2021).

adicionales. Por eso las operaciones de mercado abierto son recomendables frente a los intentos de comprar activos financieros de sectores específicos que terminan confundiendo política monetaria y fiscal, desnaturalizando el intento estabilizador.

#### **4. Algún grado de descoordinación intertemporal es inevitable**

Por último, cabe señalar que incluso en regímenes monetarios de emisión competitiva, la coordinación de las actividades económicas no es nunca perfecta, ya que los empresarios que ofrecen moneda y crédito están también sometidos al problema de la división del conocimiento y a la incertidumbre futura, por lo que siempre tendremos algún grado de descoordinación de recursos a nivel temporal. La diferencia de un régimen de banca central con uno de emisión competitiva consiste en que este último sistema genera de manera endógena las señales e incentivos adecuados para la corrección gradual de los desequilibrios provocados por la inevitable ignorancia que afecta a todos los participantes del proceso de mercado<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Ver Sarjanovic (2020) capítulo 3.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Boettke, P., Salter, A. y Smith, D. (2021): *Money and the Rule of Law*, New York, NY: Cambridge University Press.

Cachanosky, N. (2014): “The Mises-Hayek Business Cycle Theory, Fiat Currencies and Open Economics”, *Review of Austrian Economics*, Vol. 27, No. 3.

Calvo, G. (1998): “Capital Flows and Capital-Market Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1 (November).

Engelhardt, L. (2021): “Keynesian Supply Shocks and Hayekian Secondary Deflations”, *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 24, No. 3 (Fall).

Garrison (2001): *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, London: Routledge.

Garrison, R. (2004): “Overconsumption and Forced Saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle”, *History of Political Economy*, Vol. 36, No. 2 (Summer).

Grudev, L. (2018): “The Secondary Depression: An Integral Part of Wilhelm Röpke’s Business Cycle Theory”, en *Wilhelm Röpke (1899-1966): A Liberal Political Economist and Conservative Social Philosopher* editado por Commun, P. y Kolev, S., New York: Springer.

Hanke, S. y Schuler K. (1991): *Banco Central o Caja de Conversión?*, Buenos Aires: Fundación República.

Hayek, F. (1929): *Monetary Theory and the Trade Cycle*, New York: August M. Kelly.

Hayek F. (1931): *Prices and Production*, 2nd Edition, New York: August M. Kelly.

Hayek, F. (1976): *The Denationalization of Money*, London: Institute of Economic Affairs.

Hoffman, A. y Schnabl, G. (2011): “National Monetary Policy, International Economic Instability and Feedback Effects - An Overinvestment View”, *Global Financial Markets Working Paper Series 19-2011*, Friedrich-Schiller- University Jena.

Horwitz, S. (2014): “The Dangers of Deflation”, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 42, No. 6.

Kirzner, I. (1985): “Taxes and Discovery: An Entrepreneurial Perspective”, pp. 93-118 en *Discovery and the Capitalist Process*, Chicago: Chicago University Press.

Kirzner, I. (1997): “The Kirznerian Way: An Interview with Israel M. Kirzner”, *Austrian Economics Newsletter*, Vol. 17, No.1 (Spring).

Klausinger, H. (2005): “Misguided monetary messages: The Austrian case: 1931-34”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 12, No. 1 (March).

Magliulo, A. (2016): “Hayek and the Great Depression of 1929: Did he really change his mind?”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 23, No. 1 (March).

Mises, L. (1912): *The Theory of Money and Credit*, New Haven, Conn.: Yale University Press

Mises, L. (1978): *On the Manipulation of Money and Credit*, Dobbs Ferry, NY: Free Market Books.

Ocampo, E. (2022): “Milton Friedman: An Early Advocate of Dollarization?”, CEMA: Documento de Trabajo 836.

Rodríguez, C. (1982): “Gasto público, déficit y tipo real de cambio: Un análisis de sus interrelaciones de largo plazo”, CEMA: Cuadernos de Economía No. 57.

Salerno, J. (2010): “War and the Money Machine: Concealing the Costs of War Beneath the Veil of Inflation”, cap. 9 de *Sound and Unsound*, Auburn, AL: Mises Institute.

Sarjanovic, I. (2020): “Procesos de mercado: precios en desequilibrio + moneda en desequilibrio”, en *En desequilibrio: Ensayos sobre procesos de mercado*, Madrid: Unión Editorial.

Selgin, G. (1988): *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*, Rowman & Littlefield.

Selgin, G. (1997): *Less than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, London: Institute of Economic Affairs.

Selgin, G. (1999): “Hayek versus Keynes on how the price level ought to behave”, *History of Political Economy*, Vol. 31, No. 4.

Selgin, G. y White, L. (2010): “The Austrian Theory of the Business Cycle in a Fiat Money Regime”, manuscrito no publicado.

Sieroń, A. (2019): *Money, Inflation and Business Cycles: The Cantillon Effect and the Economy*, London y New York: Routledge.

Taylor, J. (2012): “Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn’t: a Tale of Two Eras”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 44, No. 6 (September).

White, L. (1999): “Hayek’s Monetary Theory and Policy: A Critical Reconstruction”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 1 (February).

White, L. (1999): “Why Didn’t Hayek Favor Laissez Faire in Banking?”, *History of Political Economy*, Vol. 31, No. 4 (Winter).

White, L. (2008): “Did Hayek and Robbins Deepen the Great Depression?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 40, No. 4 (June).