

Ravier, Adrián

La burbuja inmobiliaria americana

Ensayos de Política Económica N° 5, 2011

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central "San Benito Abad". Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Ravier, A. (2011). La burbuja inmobiliaria americana [en línea], *Ensayos de Política Económica*, 5. Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/burbuja-inmobiliaria-americana-ravier.pdf> [Fecha de consulta:.....]

(Se recomienda indicar fecha de consulta al final de la cita. Ej: [Fecha de consulta: 19 de agosto de 2010]).

LA BURBUJA INMOBILIARIA AMERICANA

*Por Adrián Ravier**

Resumen

Axel Leijonhufvud, economista reconocido internacionalmente por sus trabajos sobre la literatura de John Maynard Keynes y el keynesianismo (Leijonhufvud, 1968), ofreció su lectura de la crisis subprime de 2008, reconociendo que la misma encaja más con la teoría austríaca del ciclo económico de Ludwig von Mises y Friedrich Hayek, que con el marco teórico keynesiano. En este artículo ofrecemos evidencia para tal afirmación.

Palabras clave: Burbuja inmobiliaria - Reserva Federal - Saving glut - Desregulación.

Abstract

Axel Leijonhufvud, an economist known internationally for his work on the literature of John Maynard Keynes and Keynesianism (Leijonhufvud, 1968), offered his reading of the subprime crisis of 2008, recognizing that it fits more with the Austrian Business Cycle Theory by Ludwig von Mises and Friedrich Hayek, than with the Keynesian framework. This article provides evidence for that claim.

Keywords: Housing bubble - Federal Reserve - Saving glut - Deregulation.

JEL: B25; E32; E58; N12

* Doctor en economía aplicada por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid y profesor e investigador de la Escuela de Negocios de la Universidad Francisco Marroquín (UFM) y del Swiss Management Center University (SMC).

Este trabajo fue presentado y discutido en el panel organizado por la Fundación F. A. Hayek, sobre "La crisis financiera actual desde la perspectiva de la Escuela Austríaca", en las XV Jornadas de Epistemología de las Ciencias Económicas, que tuvo lugar en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Buenos Aires (UBA), los días 1 y 2 de octubre de 2009.

I. Introducción

Axel Leijonhufvud, economista reconocido internacionalmente por sus trabajos sobre la literatura de John Maynard Keynes y el keynesianismo (Leijonhufvud, 1968), ofreció su lectura de la crisis subprime de 2008, reconociendo que la misma encaja más con la teoría austriaca del ciclo económico de Ludwig von Mises y Friedrich Hayek, que con el marco teórico keynesiano.¹

En este artículo ofrecemos evidencia para tal afirmación. En la primera parte introducimos una breve síntesis de la teoría austriaca del ciclo económico. En la segunda parte tratamos las causas de la crisis y su desarrollo desde la perspectiva de la mencionada teoría. En la tercera parte estudiamos la respuesta de la Reserva Federal a las acusaciones de los propios austriacos. En la cuarta parte, analizamos la implementación de políticas ante la crisis.

II. Primera parte: la teoría austriaca del ciclo económico

La teoría austriaca del ciclo económico fue desarrollada por primera vez en la *Teoría del dinero y del crédito* de Ludwig von Mises (1912).

En los años 1927 el propio Mises crea el Instituto para el análisis del ciclo económico, con Friedrich Hayek como director. Esto permite a Hayek viajar a EEUU y profundizar sus estudios, los que le permiten convertirse en un experto en la materia.

Al poco tiempo, Lionel Robbins invita a Hayek a disertar en la London School of Economics, lo que origina las cuatro conferencias que se compilan en el clásico *Precios y Producción* (1931) y que además fueron eje central de la controversia con John Maynard Keynes. A aquel libro siguieron otros como *The Trade Cycle Theory* (1933), *Profits, Interest and Investment* (1939) y *The Pure Theory of Capital* (1941).

Sintéticamente los austriacos desarrollan una teoría “monetaria” del ciclo económico.² Logran explicar a través de esta teoría cómo la política crediticia (estudiada por David Ricardo) produce un desequilibrio entre la tasa de interés natural y la tasa de interés de mercado (estudiada por Wicksell) y cómo esto impacta en la teoría del capital (estudiada por Böhm Bawerk).

Debemos a Mises la conexión de estas teorías y a Hayek el énfasis en la teoría del capital y una mayor profundidad en el impacto que la política ejerce sobre la misma.

Básicamente, la expansión crediticia reduce la tasa de interés de corto plazo por debajo de su nivel natural, lo que alienta un proceso de mala-inversión de proyectos que no podían implementarse bajo la tasa de interés de mercado. Mientras más tiempo se mantenga la política, mayor será la magnitud de los errores de inversión. Los austriacos se han preocupado por señalar que tal situación de auge o “boom” no puede sostenerse en el tiempo, y que tarde o temprano la tasa de interés de mercado debe retornar al nivel de la tasa natural.

¹ Luego de ofrecer una síntesis de su comprensión de la crisis actual Leijonhufvud (2008a) sostiene: “This, of course, does not make a Keynesian story. It is rather a variation on the Austrian overinvestment theme.”

² Desde luego que la teoría austriaca mencionada no es la única que encuentra un origen monetario en los ciclos económicos. Al respecto, se recomienda la lectora del trabajo de Miguel Angel Alonso Neira (2005).

Cuando la Banca Central, responsable del proceso de expansión crediticia y de la etapa del auge, advierten por ejemplo de una aceleración de la inflación, sube la tasa de interés, lo que impacta en el ciclo económico convirtiendo el auge en crisis y depresión.

Para los austriacos, tal proceso de ajuste es necesario para corregir los errores de inversión previos, esto es, aquellos proyectos de inversión que jamás se hubieran desarrollado sin la política crediticia, aunque veremos a continuación la relevancia de Hayek, compartida con Röpke en evitar la deflación secundaria.

III. Segunda parte: las causas de la crisis y su desarrollo

III.1 La Reserva Federal durante las décadas de 1980 y 1990

El origen de la crisis de 2008 no debemos buscarlo únicamente en los excesos del gobierno americano o de la Reserva Federal durante el período 2001-2006. Tal ha sido en general, la posición que han adoptado en sus últimos escritos los economistas de la Escuela de Chicago (Anna Schwartz, 2009; Allan Meltzer, 2009).

Si bien la conclusión a la que llegan estos autores es correcta, la misma es sólo parcial. Un completo estudio de la crisis deberá ahondar necesariamente en la política monetaria que la Reserva Federal llevó adelante en las décadas de 1980 y 1990. En tal sentido, podemos tomar los trabajos de Roger W. Garrison (2009a) y Gerald O´Driscoll (2009).

Garrison (2009a; p. 191) identificó a dicho período como aquel en el que la Reserva Federal aplicó una “Learning-by-doing strategy” (estrategia de aprender sobre la marcha).

O´Driscoll (2009; pp. 175-176), por su parte, señala que el “inflation targeting” comenzó en la década de 1980. La Reserva Federal de Volcker terminó con el énfasis en la cantidad de dinero en 1982, y se concentró en la evolución de los precios. Greenspan asumió en 1987 y continuó centrándose sobre los precios. La economía americana experimentó entonces una década de fuerte crecimiento económico y dos crisis financieras. La primera, es conocida bajo el nombre “saving and loan meltdown” (S&P), recordada porque aproximadamente 1300 de 4039 instituciones financieras cayeron en el período 1980-94. La segunda fue una crisis de los bancos comerciales, relacionada con la crisis S&P, donde 1600 bancos tuvieron problemas, algunos de los cuales fueron rescatados.

O´Driscoll (2009) menciona además dos crisis bursátiles durante el período. El Crack de Wall Street del 19 de octubre de 1987, en el que los inversores perdieron más de 500.000 millones de dólares en sólo un día. Y la burbuja bursátil de las “dot-com.” cuyo desenlace se produjo en el año 2000, y que se desinflara entre 2001 y 2002.

Respecto a esto último, Néstor Restribo (2002) sintetizaba los números del espectacular derrumbe: “La angustia de miles de inversores de Estados Unidos, que perdieron fortunas primero por el estallido de una burbuja especulativa y más recientemente por fraudes contables en varias empresas, se puede ilustrar así: si en marzo de 2000, en el pico del casino que fue Wall Street en los 90, el valor total del mercado accionario era de 17,2 billones de dólares, hoy se derrumbó a 10 billones de

dólares. La pérdida, en algo más de dos años, fue de 7 billones de dólares. Es un monto difícil de imaginar, casi equivalente al PBI de toda la Unión Europea o al 80 por ciento del PBI del propio EE.UU.”

O’Driscoll (2009) concluye que el control, primero sobre el dinero, y luego sobre los precios, trajo aparejada mayor volatilidad, y que *el pánico de 2007 es sólo el último de los tsunamis financieros*. El patrón burbuja, crash, a veces pánico, recesión y una nueva burbuja –descrito por O’Driscoll- es lo que en definitiva describe la teoría austríaca del ciclo económico de Mises y Hayek.

III.2 Discrecionalidad versus Reglas monetarias: El período 2001 a 2007

Ante la recesión de 2001, la Reserva Federal de Alan Greenspan decidió expandir agresivamente la oferta monetaria, medida por M2, en torno a un 10 por ciento por año. La expansión fue acompañada -como muestra el gráfico I del anexo - por sucesivos y discrecionales recortes de la tasa de interés, la que comenzó el 2001 en un 6.25 por ciento y terminó -el mismo año- en un 1.75 por ciento. La reducción continuó durante los dos años siguientes, alcanzando su pico más bajo a mediados de 2003, en un valor récord del 1 por ciento, donde se mantuvo estable por un año.

La tasa de interés real fue negativa, señalando que la tasa de interés nominal fue más baja que la tasa de inflación- por unos dos años y medio, algo que Lawrence White (2009, p. 116) ha señalado como “sin precedentes”.

¿Podemos juzgar que esta política monetaria de la Fed fue excesiva? Lawrence White (2009, p. 117) afirma que sí, y lo demuestra con tres reglas monetarias.

En primer lugar, la “Regla monetaria de Hayek”, que habría implicado mantener constante el ingreso nominal (MV en términos de la teoría cuantitativa del dinero), y permitir que los precios cayeran durante los aumentos de productividad de la década de 1990 (Ravier, 2010c). Claramente la Fed no siguió estas recomendaciones olvidadas. En segundo lugar, la famosa regla de Friedman, en la que la Fed debió haber aumentado la cantidad de dinero en proporciones bajas y estables. La Fed tampoco siguió esta regla. En tercer lugar, la regla de Taylor, cuyo autor se ha ocupado personalmente de mostrar lo alejado que la Fed estuvo de su regla durante el período en cuestión.

Como prueba cuantitativa de la responsabilidad de la “Greenspan Fed” en la crisis sub-prime, John Taylor (2008; p. 2) ofrece el gráfico III, donde se compara la “regla de Taylor” que guía a los bancos centrales de Estados Unidos y la Unión Europea en la fijación de la tasa de interés de corto plazo, versus la tasa de interés efectivamente fijada por la Fed en el período 2000 a 2007. Bajo dicha evidencia, Taylor muestra la política de dinero fácil entre 2002 y mediados de 2006, cuando la tasa observada fue menor que la sugerida por su famosa regla.³

³ Aun cuando la regla de Taylor nos permite observar los excesos de la Fed en el mencionado período, la misma no ha estado exenta de críticas por parte de la literatura austríaca. Roger W. Garrison afirma que la regla de Taylor es una regla de tasas de interés sólo en el nombre. En el siguiente párrafo, Garrison (2009a, pp. 192-193) explica que la Regla de Taylor es una fórmula que Taylor introdujo en 1993 para describir, de hecho, lo que en el pasado hacía la Fed. Esta regla no intenta limitar la política, sino adaptarse para que la Fed siga haciendo lo que venía haciendo. “Significantly, Taylor introduced his equation not as a prescription for setting Fed policy but rather as a description of the Fed’s past policy moves. [...] In short, the Taylor Rule becomes the baseline for a learning-by-doing strategy. With enough confidence on the part of the Federal Reserve that its past decisions qualify collectively as a ‘good performance’, the Taylor Rule becomes a ready formula for it to keep doing what it has been doing.”

III.3 La etapa de auge de la teoría austríaca del ciclo económico

Aceptando entonces la tesis de que la Fed se excedió en su política crediticia en los años previos a la crisis de 2008, nos concentramos en la aludida teoría austríaca del ciclo económico (Mises 1912, Hayek 1931, Hayek 1933, Mises 1949, Rothbard 1962, Garrison 2001). La mencionada teoría enseña que la política discrecional de expansión crediticia permitió, al menos momentáneamente, abandonar las expectativas recesivas de 2001.

A una política monetaria expansiva le sigue una primera etapa de crecimiento económico y grandes beneficios empresariales. Nótese el consenso de corto plazo que existe entre keynesianos, monetaristas y austríacos, respecto del efecto real, positivo y no neutral sobre actividad económica y empleo que tal política genera (Ravier, 2010a y 2010b).

Debido a estas tasas artificialmente reducidas muchas firmas pudieron emprender proyectos de inversión que, en ausencia de intervención, habrían resultado inviables. Esto es lo que Hayek llamó el proceso de “mala-inversión” (mal-investment), que numerosos autores, incluida la cita del profesor Leijonhufvud al inicio, confunden con el proceso de “sobre-inversión” (over-investment).

Fue por una “legislación favorable” para el sector inmobiliario, que la política de dinero fácil se direccionó en gran parte al rubro, concentrando la mayor parte de las inversiones. Se formó así lo que conocemos como “burbuja hipotecaria”.⁴

Lawrence White (2008), Leland Yeager (2009) y Anna J. Schwartz (2009) explican cuáles fueron *los cuatro principales excesos del gobierno americano* para favorecer al sector:

1) La *Federal Housing Administration* (FHA), fundada en 1934, aseguraba que los préstamos hipotecarios otorgados por empresas privadas exigían al prestatario ciertas garantías. Para que un cliente calificara, la FHA originalmente requería –además de otros puntos- que el cliente contara con el 20 por ciento del dinero necesario para comprar la propiedad. Aparentemente, por razones burocráticas, la FHA redujo los requerimientos. Para 2004 el programa más popular de la FHA redujo el requerimiento a sólo 3 por ciento, afrontando en el Congreso solicitudes por reducirla a 0 por ciento. El resultado fue un aumento en la tasa de *default* en el pago de las hipotecas.

2) La *Community Reinvestment Act* es una Ley aprobada por el Presidente Jimmy Carter en 1977 y ampliada en 1989 y 1995. Fue creada para prestar dinero a las “clases menos favorecidas”, intentando que aquellos que no pueden cumplir con los requisitos bancarios, puedan acceder al crédito y a la compra de viviendas. Si bien por los primeros años no cumplió ninguna función importante, a partir de 1995 los reguladores pudieron negar una fusión a los bancos o incluso abrir nuevas sucursales, en la medida que no cumplieran con las disposiciones allí impuestas. Así, White explica

⁴ En un claro ataque a quienes argumentan que la crisis fue el resultado de desregular los mercados financieros, como es el caso del profesor Victor Beker (2010), Allan Meltzer (2009; p. 27) desafía: “I would challenge anybody to point to something important that was deregulated during the last eight years. Nothing much was deregulated. The last major financial deregulation was the 1999 act that President Clinton signed, removing the Glass-Steagall provisions separating commercial and investment banking.” Gerald O’Driscoll (2009; p. 167), por su parte, agrega que no sólo es un mito que la desregulación del capitalismo financiero fue la causa de la crisis, sino además, que junto al sector de la salud, los servicios financieros constituye la industria más regulada de la economía.

que grupos como la *Association of Community Organization for Reform Now* (ACORN) presionaron activamente a los bancos para otorgar préstamos bajo la amenaza de registrar quejas, y así disminuir el rating del banco privado. En respuesta a las nuevas reglas del CRA, algunos bancos se asociaron a grupos comunitarios para distribuir millones en hipotecas a clientes de pocos recursos, a los que antes les era imposible acceder al crédito.

3) Mientras tanto, a partir de 1993, los bancos privados comenzaron a recibir acciones legales de parte del *Department of Housing and Urban Development* (HUD) por rechazar demandas de hipoteca. Para evitar estas presiones y problemas legales, los bancos debieron relajar los requisitos de ingresos.

4) El Congreso entonces presionó a Fannie Mae y Freddie Mac para incrementar la compra de hipotecas. Russell Roberts (2008), profesor de economía en la George Mason University, explicó en the *Wall Street Journal* que "desde 1996, el HUD requirió que el 12 por ciento de todas las compras de hipotecas realizadas por Fannie Mae y Freddie Mac sean préstamos 'especialmente económicos', típico de clientes con ingresos que están por debajo del 60 por ciento promedio. Ese número se incrementó a 20 por ciento en el 2000 y al 22 por ciento en 2005. En 2008 se incrementó a 28 por ciento. Entre 2000 y 2005 Fannie y Freddie cumplieron sus objetivos, financiando cientos de miles de millones de dólares en préstamos riesgosos de gente que compró su casa con menos del 10 por ciento del dinero necesario."

En el corto plazo, Fannie y Freddie encontraron que sus negocios -ahora más flexibles- eran rentables, por lo que continuaron la expansión en la compra de hipotecas.

White (2008, p. 6) explica que "la hiperexpansión de Fannie Mae y Freddie Mac fue posible por el respaldo que éstos recibieron del Tesoro de los Estados Unidos." Para financiar el enorme crecimiento, Fannie Mae y Freddie Mac tuvieron que tomar prestadas enormes sumas en el mercado financiero. Los inversores quisieron prestarle dinero a las dos compañías patrocinadas por el gobierno, con tipos de interés muy bajos para el riesgo que ambas asumían. Cuando ambas empresas colapsaron, y pasaron a ser más conservadoras, el Tesoro explícitamente respaldó las deudas de Fannie y Freddie.⁵

Así, millones de personas aprovecharon la situación para comprar viviendas. El aumento de la demanda impulsó la construcción residencial (en Estados Unidos, se construyeron más de 4,6 millones de nuevos hogares entre 2003 y 2006) y fuertes alzas de precios de las ya existentes (el incremento alcanzó el 40 por ciento, entre 2002 y 2006).

Volviendo a la evidencia empírica recolectada por John Taylor (2008), el gráfico IV muestra precisamente el *boom* de los permisos de construcción (variable correlacionada con el precio de los inmuebles). Se observa que el *boom* que se verificó entre 2002 y mediados de 2006 habría sido apenas una loma (*counterfactual*) si la Reserva Federal hubiera seguido la regla sugerida por Taylor.

No podemos dejar de mencionar aquí la aseveración de Alan Greenspan en su libro "La era de las turbulencias" (2008a), donde muestra que el titular de la Reserva Federal,

⁵ Allan H. Meltzer (2009; p. 25) en sus reflexiones sobre la crisis financiera, comienza justamente por plantear el cierre, lo antes posible, de estas dos compañías. "First, we should close down as promptly as possible Fannie Mae and Freddie Mac. There never was a reason for those two institutions, other than to avoid the congressional budget process." El caso de Fannie Mae y Freddie Mac "is an example of bad government policy."

sabía precisamente lo que estaba haciendo: “Yo era consciente de que la relajación de las condiciones de crédito hipotecario para los prestatarios subprime aumentaba el riesgo financiero y de que las iniciativas de propiedad de vivienda subvencionada distorsionan los resultados del mercado. Pero creía, y sigo creyendo, que los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan el riesgo.”⁶

Lo cierto es que, con el tiempo, parte de la expansión crediticia se volcó a otros sectores. La burbuja dejó de ser puramente hipotecaria para convertirse también en bursátil. Entre 2003 y 2006, el Dow Jones creció, sin considerar los dividendos, un 45 por ciento.

Como predice la teoría austríaca, en la fase previa a la actual crisis, los extraordinarios beneficios se manifestaron en las grandes alzas de Wall Street y en las ganancias de compañías constructoras como Meritage Homes, Cetex Corporation, Lennar Corporation y DR Horton Inc.

III.4 La teoría del “auge insostenible”

En su “Teoría del Dinero y del Crédito”, Ludwig von Mises (1912; p. 338) advertía: “llegará un momento en que ya no será posible seguir aumentando la circulación de medios fiduciarios. Entonces, se producirá la catástrofe, con las peores consecuencias, y la reacción contra la tendencia alcista del mercado será tanto más fuerte cuanto más largo haya sido el período durante el cual el tipo de interés de los préstamos estuvo por debajo del tipo natural de interés y cuanto mayor haya sido el alargamiento de los procesos indirectos de producción no justificados por la situación del mercado de capital”.

Durante la etapa de expansión, debido a la política de “dinero fácil” de la Fed, numerosos bancos otorgaron créditos a tasas bajas sin analizar correctamente el riesgo crediticio.

Pero en 2004, en un discurso ante el Congreso de los Estados Unidos, Alan Greenspan manifestó la necesidad de elevar la tasa de interés para prevenir los primeros síntomas de inflación y desalentar la toma de nuevas hipotecas para la compra de viviendas. Así, en poco tiempo, la tasa de referencia trepó del uno hasta el 5,25 por ciento.

El gráfico IV nos muestra precisamente la abrupta caída de los permisos de construcción, el que coincide con el incremento de la tasa de interés.

La contracción del crédito no sólo redujo la demanda de propiedades y sus precios, sino que también elevó las cuotas de aquellos que habían comprado sus viviendas a tasa variable.

Los bancos comenzaron a experimentar grandes aumentos en la morosidad y los efectos se extendieron al mercado bursátil, manifestándose, desde principios de 2007, en las caídas de bolsas de todo el mundo.

⁶ También hay que destacar que Paul Krugman (2002), en un artículo publicado en The New York Times, aconsejó a Greenspan precisamente reemplazar la burbuja del Nasdaq con la burbuja inmobiliaria, como medio para paliar la crisis de 2001-2002. En sus propias palabras: “To fight this recession the Fed needs more than a snapback; it needs soaring household spending to offset moribund business investment. And to do that, as Paul McCulley of Pimco put it, Alan Greenspan needs to create a housing bubble to replace the Nasdaq bubble.”

Las instituciones financieras, incapaces de recuperar el valor de los créditos otorgados, salieron a liquidar activos financieros, agravando el derrumbe de los precios.

El gráfico V ilustra el riesgo de default de los bancos norteamericanos, el que saltó de los 10 puntos básicos en la primera mitad de 2007 a un promedio de 60 p.b. entre agosto de 2007 y agosto de 2008, período que corresponde al primer tramo de la crisis de las hipotecas sub-prime. De ese promedio saltó a 100 p.b. cuando el gobierno de EE.UU. dejó caer a Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, y a nada menos que 350 p.b. a mediados de octubre cuando rescató a AIG y sembró en el Congreso graves dudas sobre la coherencia de la política de salvataje bancario.

III.5 De la crisis financiera a la crisis económica

Para la tradición austríaca, las crisis económicas no son únicamente un efecto financiero o de “bolsas”, sino que el efecto es real (no neutral) incluso en el largo plazo (Ravier, 2010b).

En palabras de Fritz Machlup (1974; p. 504), “la tesis fundamental de la teoría del ciclo económico de Hayek es el factor *monetario* como *causa* del ciclo, pero el fenómeno *real* es lo que la constituye.”

Como hemos visto, durante la fase de expansión, las tasas artificialmente bajas han generado un sesgo hacia inversiones de un plazo mayor al conveniente, dada la tasa natural de mercado. Si esto se mantiene por varios años, los errores de inversión comienzan a acumularse.

Desde 2004, cuando la Reserva Federal contrae la oferta monetaria, muchos proyectos que quizás aún no han sido completados, dejan de ser rentables. Y los recursos que ya se han invertido en ellos no pueden utilizarse en otros proyectos.

Aquel empresario que había proyectado un astillero no puede transformarlo en una fábrica de autos. Prácticamente toda la inversión ha sido perdida.⁷

En pocas palabras, no sólo se ha invertido mal, sino que se ha retrocedido. Es decir, se ha “destruido” capital en términos económicos.

En este contexto, muchas empresas reducen sus actividades y despiden trabajadores. Así es como la tasa de desempleo en los Estados Unidos ya ha alcanzado el récord de los últimos diez años, y el propio Obama anticipa que alcanzará los dos dígitos.

El gráfico IX nos muestra la recesión de la economía americana y el gráfico X nos ilustra sobre el aumento del desempleo.

IV. Tercera parte: el mito del saving glut

Sería injusto, sin embargo, no aludir aquí a la defensa que Alan Greenspan (2005; 2007; 2008a; 2008b; 2008c) y Ben Bernanke (2005; 2006; 2007; 2009) han desarrollado como respuesta a estas acusaciones. Los dos últimos presidentes de la

⁷ O´Driscoll (2009; p.178) es aún más claro: “During the high-tech and telecom boom, too many miles of fiber optic cable were laid, and not enough miles of railroad track. That was a manifestation of malinvestment. When the history of the housing bubble is written, we will gain insight into the opportunity cost of malinvestment in housing.”

Fed se han manifestado inocentes de la responsabilidad de crear la burbuja de crédito que diera lugar a la burbuja inmobiliaria y a la crisis de 2008. Su defensa, se puede sintetizar en dos puntos: (1) la teoría del "saving glut" según la cual el crédito que dio lugar a la burbuja inmobiliaria no fue originado en la Fed, sino en un fenómeno global, por una "abundancia mundial de ahorros" que redujo "naturalmente" la tasa de interés; (2) la base monetaria y M2 no crecieron demasiado rápido.

Y es que hay algo de verdad en el primero de estos dos puntos. Como observamos en el gráfico II del anexo, la tasa de interés nominal de largo plazo, a 30 años, relacionada con las hipotecas en Estados Unidos, efectivamente cayó 113 puntos básicos entre 2001 y 2004, mientras que la inflación cayó sólo 15 puntos básicos. Sin embargo, como señalamos arriba la Fed redujo aún más su tasa de interés de corto plazo, en 525 puntos básicos, indicando una política de dinero fácil. M2 creció, como notamos arriba, a una tasa inusualmente alta por lo menos por dos años. Lawrence White (2009, p. 118) concluye que "el reclamo de Greenspan de que el crecimiento de la oferta monetaria fue lento, no puede ser sostenido."

Por su parte, Nicolás Cachanosky (2010) ilustra el punto: "Es cierto, como sugería Greenspan, que la Fed opera sobre las Fed Funds, que son tasas de corto plazo, mientras que los créditos hipotecarios se manejan con tasas de largo plazo. Pero no es menos cierto que al disminuir las Fed Funds se generó un traspaso de créditos hipotecarios a tasas fijas (que dependen de las de largo plazo) a créditos hipotecarios con tasas flotantes (que dependen de las tasas de corto plazo de un año); afectando, al fin de cuentas, a los créditos hipotecarios." La evidencia empírica recolectada por Cachanosky (2010) "muestra la evolución en base 100 de los créditos hipotecarios con tasa fija y de los créditos hipotecarios con tasa flotante (ARM por sus siglas en inglés: Adjusted Rate Mortgage). No hace falta la correlación para ver que ambas series se mueven de manera similar."

También resulta ilustrativo el comentario de Roger Garrison, quien pone en discusión que un flujo de nuevos ahorros haya generado presión hacia la baja de la tasa (natural) de interés. Bajo este argumento, Garrison (2009a, p. 195) señala que "Greenspan estaba sólo siguiendo la reducción de la tasa de interés de mercado". Pero al entender de Garrison esto sugeriría una alteración de las condiciones de mercado, y la abundancia mundial de ahorros, y su impacto sobre una baja tasa de interés natural, debería prevalecer por cierto tiempo. Esperaríamos que esas tasas de interés y su consecuente crecimiento económico, sean más o menos sostenibles en el tiempo. ¿A qué obedece entonces la subsecuente suba en la tasa de interés? Para Garrison, esta suba pone de manifiesto que la reducción no era sostenible, lo que nos invita a mirar otros factores, más específicamente la política de la Fed.

George Reisman (2009) es todavía más profundo. Su trabajo, sobre la base de la teoría austríaca del capital, apunta específicamente a desmentir el "mito del saving glut", señalando cinco argumentos centrales: Primero, si los ahorros fueran responsables de la crisis, debimos haber experimentado una reducción del gasto en consumo en los países en cuestión. No hubo tal evidencia. Segundo, el ahorro implica un crecimiento en la oferta de bienes de capital, más producción, y precios más bajos, incluyendo precios más bajos en bienes de capital e incluso en la tierra. Estos son resultados incompatibles con las burbujas de activos que experimentamos. Tercero, si de algún modo el ahorro fuera responsable de la burbuja inmobiliaria, los recursos financieros no podrían haber desaparecido de un momento a otro. Estos recursos financieros se detuvieron como consecuencia del fin de la política de dinero fácil y la revelación de la falta de capital. Cuarto, si los ahorros abundan, los bancos y las

empresas tendrían más capital, no menos. La falta de capital es precisamente el producto de la mala-inversión y el sobre-consumo, que son consecuencia de la política crediticia expansiva, no de un mayor ahorro. Quinto, y especialmente importante, es notar que en los trece años entre 1994 y 2006, la tasa de ahorro de Estados Unidos, incluyendo todos los ahorros externos que entraron al país relacionados con los déficits de cuenta corriente, nunca excedieron el 7 por ciento, y en ocho de esos trece años, fueron sólo del 3 por ciento o menos.

Reisman (2009) concluye que los aludidos “ahorros”, entrando a la economía americana vía déficits en cuenta corriente, no representan ahorros, sino el producto de la expansión monetaria y crediticia que la Fed lleva adelante.

Este mismo aspecto fue estudiado por el economista español Juan Ramón Rallo (2009), quien señala que: “El supuesto ahorro asiático no era en realidad ahorro a largo plazo. Los estadounidenses saldaban su déficit exterior vendiéndoles deuda a los asiáticos y los asiáticos (especialmente los chinos) utilizaban esa deuda como respaldo para emitir su propia moneda interna. ¿Consecuencia? El poder adquisitivo se duplicaba: Estados Unidos iba siempre defiriendo sus pagos (podía consumir a crédito de manera indefinida) y los asiáticos iban transformando esas promesas de pago futuras en dinero presente. Los datos son inapelables: entre 2002 y 2008 el déficit exterior acumulado de Estados Unidos con China fue de 1,34 billones de dólares, lo que en buena medida fue sufragado por los activos estadounidenses adquiridos por China durante ese período (1,07 billones) y que se corresponde a su vez con los aproximadamente 1,35 billones de renminbis (valorados en dólares) que emitió el Banco Central chino. Lo que sucedió fue, por tanto, que China concedió crédito a largo plazo a Estados Unidos sin esperarse a cobrarlo. Esto poco o nada tiene que ver con un aumento del ahorro, más bien con un cobro anticipado vía inflación.”

V. Cuarta parte: evaluación de las políticas implementadas

V.1 La respuesta de la Reserva Federal ante la crisis

En su famoso estudio sobre la Historia Monetaria de los Estados Unidos, Milton Friedman y Anna Schwartz (1963) sostuvieron que la Gran Depresión obedecía a errores de la Reserva Federal. El problema no fue la expansión monetaria y crediticia de los años veinte, decían, sino más bien la contracción secundaria de la oferta monetaria producida entre 1929 y 1933, lo que provocó una gran deflación de precios que destruyó una gran parte del sistema bancario (de los 25.000 bancos que operaban en 1929, sólo quedaron 12.000 en 1933).

¿Qué queremos decir con “contracción secundaria”? Como explicara Roger W. Garrison (2009b) “una espiral descendente de la actividad económica que se realimenta y que provoca que la recesión sea más profunda y/o que dure más de lo que era necesario por la necesitada liquidación de las malas inversiones.”

Friedman y Schwartz, en consecuencia, recomendaban que la Reserva Federal debía evitar una crisis semejante reinflando la oferta monetaria.

¿Tiene esto alguna relación con lo que Bernanke hace hoy? Efectivamente. En noviembre de 2002, en un discurso que Ben Bernanke (2002) ofreció en honor a Milton Friedman, pronunció las siguientes palabras: “Permítanme terminar mi conferencia abusando levemente de mi carácter de representante de la Reserva Federal. Quiero

decirles a Milton y a Anna: en lo que respecta a la Gran Depresión, tienen razón, fue culpa nuestra. Lo lamentamos mucho. Pero gracias a ustedes, no volveremos a hacerlo".

Lo cierto es que Ben Bernanke está intentando llevar adelante las políticas que Friedman y Schwartz habrían recomendado seguir ante la Gran Depresión, esto es, expandir la base monetaria para evitar la "contracción secundaria".

Muchos dirán que esta es una política keynesiana, por el rol activo que el gobierno y la Reserva Federal asumen ante la crisis. Sin embargo, hemos de notar que expandir la base monetaria cuando la oferta monetaria se contrae es una operación con cierto consenso en la academia.

¿Incluye este consenso a los austríacos? Por un lado, no. Jesús Huerta de Soto (2009) por ejemplo ha señalado en un reciente artículo titulado *Los errores de Ben Bernanke* que "en vez de una crisis en V, profunda y rápida (que es lo que el mercado libre propiciaría), la intervención monetaria y gubernamental fuerzan innecesariamente una recesión mucho más prolongada y dolorosa".

Por otro lado, sí. Y es que en la aludida propuesta de Hayek por mantener constante MV afirma que la Reserva Federal, dadas las circunstancias de la gran depresión – similares a las actuales- debe expandir la base monetaria para evitar esta "contracción secundaria".⁸ Hayek proponía (como ideal) que la Reserva Federal permita la necesaria liquidación de mercado mientras la autoridad monetaria evita la contracción secundaria (el pánico) mediante el mantenimiento de un flujo constante de gasto.⁹

Resulta relevante aclarar que el aumento de la oferta monetaria que proponía Hayek, y hoy defienden Lawrence White (2009) y George Selgin (2008), entre otros, no sería de la magnitud, ni de la calidad, que Bernanke ofrece hoy. Por un lado, hoy la expansión de la oferta monetaria, medida por M2, supera el 15 por ciento, un monto que está bastante por encima de lo que el mercado habría necesitado para evitar la "contracción secundaria". Por otro lado, en lugar de los rescates arbitrarios que la Reserva Federal otorga hoy a la discrecionalidad del gobierno americano, estos autores habrían preferido una expansión de la oferta monetaria a través de operaciones de mercado abierto, esto es, comprando bonos y sin favorecer el "riesgo moral".¹⁰ De este modo, algunas de las grandes empresas que fueron rescatadas habrían caído y otras habrían sido fusionadas o reestructuradas, dando lugar al ajuste de mercado.

⁸ Representa un desafío estudiar las similitudes y diferencias entre Hayek y Röpke respecto del estudio de la contracción secundaria y las políticas que se deben llevar adelante para evitarla. Véase al respecto el comentario que realicé en la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP) al trabajo de Marcelo Resico (2009) sobre la teoría del ciclo económico de W. Röpke.

⁹ Roger W. Garrison (2009b) argumenta que esta política para Hayek sería ideal "en reconocimiento de que la autoridad monetaria puede carecer tanto de la capacidad técnica y de la voluntad política para implementar dicha medida. (Carecería de la capacidad técnica porque no tendría forma de conseguir información oportuna sobre los cambios en la velocidad de circulación del dinero; y también carecería de la voluntad política porque sacar dinero de la economía cuando eventualmente la velocidad comience a aumentar es algo políticamente impopular para hacer.)"

¹⁰ Lawrence White (2009, p. 120) señala: "Acting as a lender of last resort is merely an aspect of monetary policy: It means injecting reserves into the commercial banking system to prevent the quantity of money from contracting –when there is an 'internal drain' of reserves (bank runs and the hoarding of cash). The 'lender' part of the role's name has long been an anachronism. Central banks in sophisticated financial systems discovered many decades ago that they can inject bank reserves without lending, by purchasing securities the central bank supports the money stock while avoiding the danger of favoritism associated with making loans to specific banks on noncompetitive terms (Goodfriend and King 1988). By purchasing Treasury securities it avoids the potential for favoritism in purchasing other securities."

White (2009) sintetiza algunas de las políticas arbitrarias que llevó adelante la Fed desde 2008, y argumenta que esta “nueva Fed”, hacia fines de 2008, ya había otorgado un programa de *bailout* de 1.7 billones de dólares, una suma que duplica el programa que el Congreso le aprobara al presidente Obama cuando asumió.¹¹

Desde luego, Hayek favoreció un sistema de banca libre y competencia de monedas en el que se eliminara el curso forzoso, lo que habría evitado llegar a situaciones como ésta. Pero si asumimos la existencia de un banco central, y ya que estamos inmersos en la crisis, la política de evitar la contracción secundaria parece gozar hoy de cierto consenso.

Los gráficos I, VI, VII y VIII del anexo muestran la aludida respuesta de la Reserva Federal ante la crisis. El gráfico I muestra cómo esta institución ha reducido la tasa de interés de corto plazo en más de trescientos puntos básicos, en sólo un año. El gráfico VI muestra la evolución de la base monetaria ajustada, la que se duplicó entre septiembre de 2008 y enero de 2009. El salto se evidencia también en los gráficos VII y VIII, los que muestran la evolución de los agregados monetarios M1 y M2.

Estos gráficos sintetizan los nuevos excesos. Es cierto por un lado, como explica Huerta de Soto (2009, p. 233), que “el mercado es muy ágil y rápido a la hora de detectar los errores de inversión y de manera espontánea pone en marcha los procesos necesarios (vía reducción de precios, cambio en su estructura relativa y paralización de los proyectos de inversión no viables) para afrontar la necesaria e ineludible reestructuración cuanto antes y con el mínimo coste.” Sin embargo, los nuevos errores no están exentos de nuevas consecuencias. En pocas palabras, el ajuste puede haberse desarrollado parcialmente entre 2007 y 2010, pero nuevos errores de inversión están surgiendo sobre la base de la nueva baja artificial de la tasa de interés.

Lo dicho, lleva a pensar que no debiéramos sorprendernos si la crisis americana toma forma de W, donde la recuperación no será duradera.¹²

En otras palabras, la política monetaria de la Reserva Federal puede ser efectiva en detener la destrucción masiva de empleos en el corto plazo, pero las distorsiones que genera crearán en el futuro un problema mayor.

V.2 La política fiscal y el desempleo

En materia fiscal, el presidente Obama ha obtenido –incluso antes de asumir– la aprobación del Congreso de un plan de estímulo de alrededor de 800 mil millones de

¹¹ White (2009, p. 121) nos presenta un estudio detallado del balance de la Fed, identificando a las instituciones que sólo a partir de 2008 empezaron a recibir partidas de dinero.

¹² En este sentido argumenta el presidente del Bundesbank y miembro del BCE, Axel Weber, quien advierte sobre una segunda ola en la crisis financiera. Incluso Alan Greenspan dejó entrever la posibilidad de que “la recuperación económica podría flaquear en 2010”, según afirmó en una entrevista para Reuters. “Se observa una recuperación en la construcción de viviendas y en el sector automotriz, pero el proceso no tiene piernas para andar”. La venta de coches y el sector inmobiliario, normalmente los motores de la recuperación de la economía, recibieron un impulso mediante planes de estímulo (gasto público), como el programa dinero por chatarra puesta en marcha por el Gobierno de EEUU. Estas ayudas alentaron la demanda de automóviles, pero el ex presidente de la Fed señala que dicho repunte tiene una duración limitada. “La venta de vehículos nuevos podría disminuir una vez que se acabe el programa público de dinero por chatarra”, alerta.

dólares cuyo objetivo era crear entre 3 y 4 millones de empleos antes de fines de 2010. El informe titulado "The job impact of the american recovery and reinvestment plan", de sólo 14 páginas, explica que el ciclo económico se ha consumido, a diciembre de 2007, 2.6 millones de empleos, alertando que en ausencia del plan podrían perderse alrededor de 3 millones de empleos más.

El gráfico X es parte del informe, y muestra la evolución de la tasa de desempleo con y sin el plan de estímulo, asumiendo que un punto porcentual como caída del PBI, representará alrededor de un millón de empleos perdidos. El gráfico nos muestra que, en ausencia del plan, la tasa de desempleo alcanzaría el 9 por ciento, mientras que, en presencia del plan, la tasa de desempleo no llegaría a tocar el 8 por ciento.

Los puntos rojos expuestos sobre el gráfico X son un agregado al informe mencionado, mostrando las tasas de desempleo de los meses sucesivos a la implementación del plan. Aquí se observa que la tendencia alcista del desempleo fue bastante mayor a la proyectada, habiendo alcanzado en junio de 2009, una tasa de desempleo de 9.5 por ciento.

Esto no implica que el plan de estímulo haya fracasado en el objetivo de crear puestos de trabajo en el corto plazo. Lo que sí evidencian es que el ciclo económico que surge como consecuencia de manipular la tasa de interés de corto plazo, deja un efecto devastador sobre el empleo en el largo plazo, que algunos analistas se equivocan en negar.

La pregunta que surge entonces es: ¿Puede el gobierno mantener estos puestos de trabajo sobre la base de la política fiscal expansiva? La respuesta la observamos en el "rojo fiscal" que el gobierno americano está acumulando. Esta situación se agrava y no parece sostenible.

Greenspan ha intentado paliar una situación difícil en 2002 a través de la política monetaria, pero nos ha dejado en una situación peor. Hoy Bernanke tiene ante sí una situación similar y, sin embargo, parece repetir los errores cometidos ayer.

Gráfico 1
Evolución de tasa de interés a corto plazo
United States Official Interest Rates

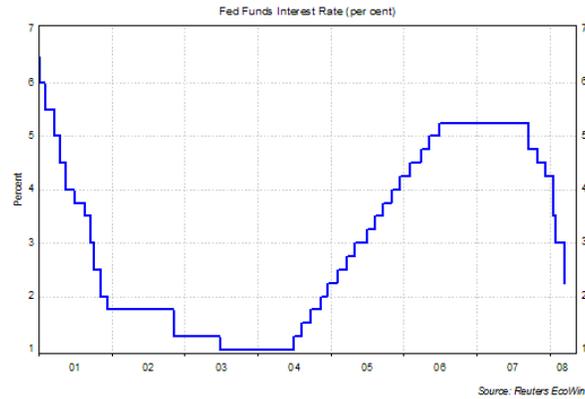


Gráfico 2
Evolución de tasa de interés a largo plazo. Mínimos históricos para hipotecas
en 2003-2005.

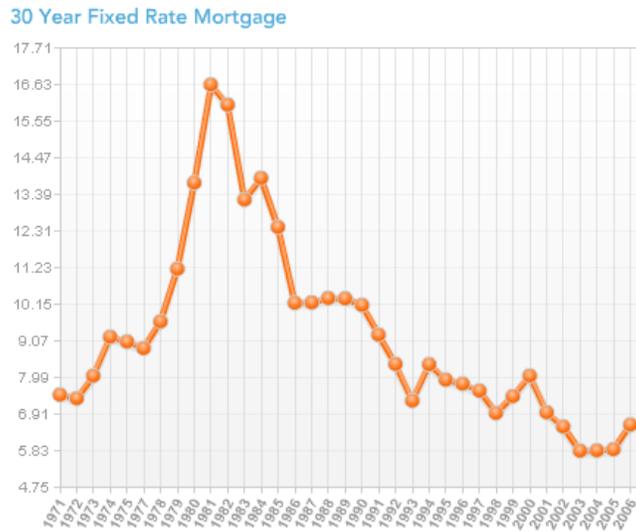
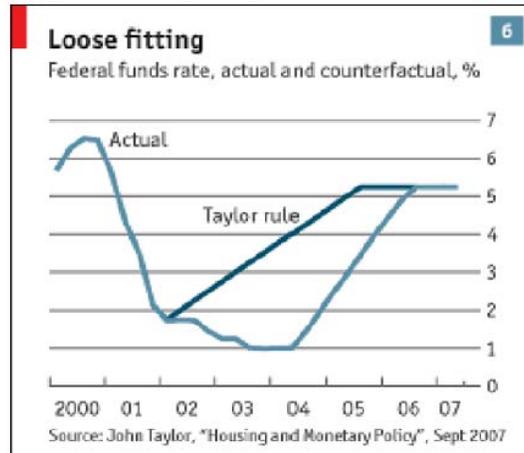


Gráfico 3
Regla de Taylor y Excesos de la Fed



Fuente: The Economist, 18 de octubre de 2007

Gráfico 4
Consecuencia de reducir los tipos de interés. El boom-bust de los permisos de construcción vs. el contrafáctico de John Taylor.

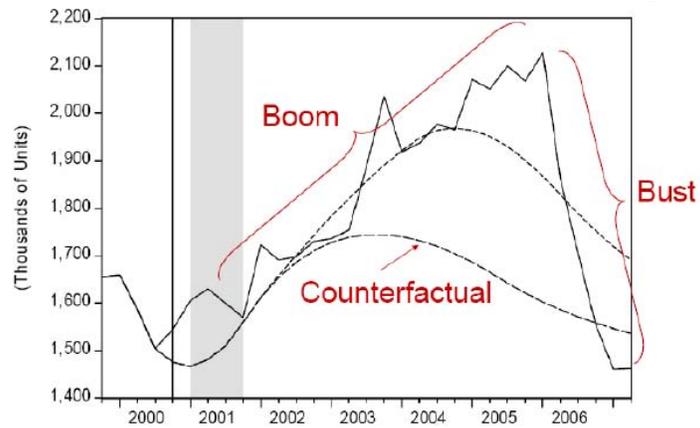


Gráfico 5
Riesgo de default de los bancos americanos

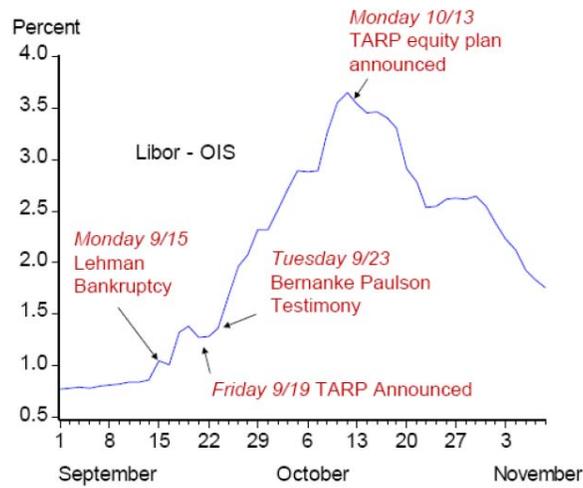
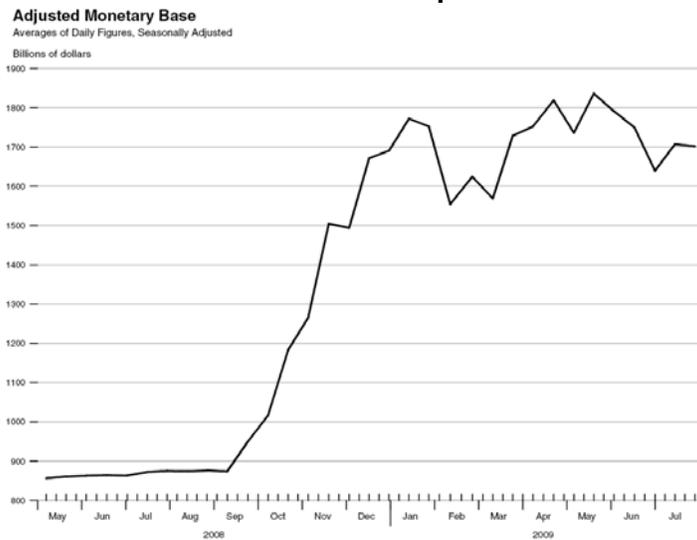
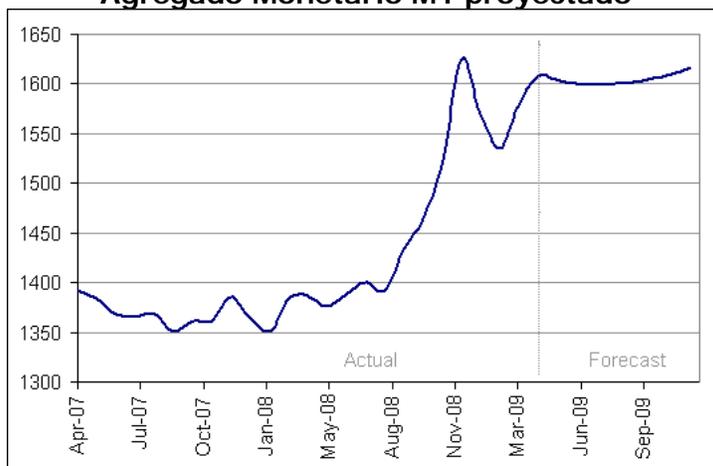


Gráfico 6
La solución de la Fed a la crisis. Duplicar la base monetaria



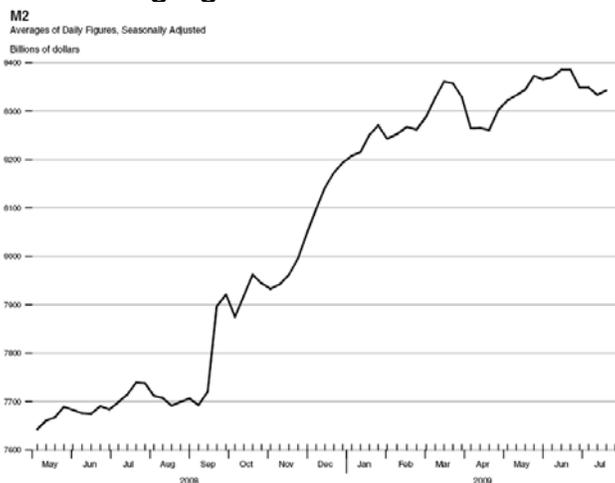
Fuente: St Louis Federal Reserve

Gráfico 7
Agregado Monetario M1 proyectado



Source: Federal Reserve. Billions US Dollars. Not Seasonally Adjusted.

Gráfico 8
Agregado Monetario M2.



Source: St. Louis Federal Reserve. Billions US Dollars. Not Seasonally Adjusted.

Gráfico 9
Evolución del PBI real

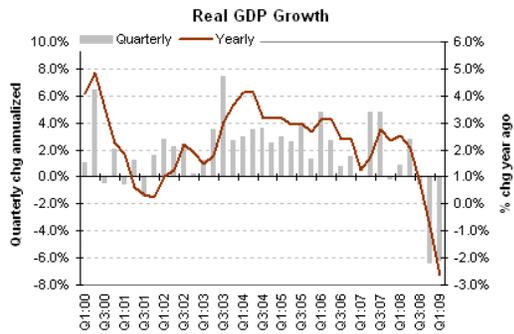
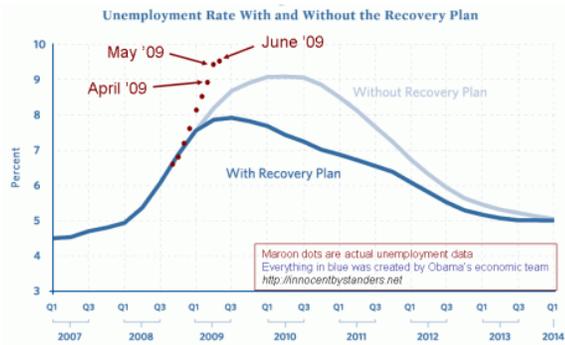


Gráfico 10
El desempleo y la eficacia del Plan Obama



Fuente: The job impact of the american recovery and reinvestment plan, January 2009.

VII. Bibliografía

- ALONSO NEIRA, MIGUEL ÁNGEL (2005), Las teorías monetarias del ciclo en el marco de la literatura sobre el ciclo económico, *Revista Libertas* XII: 43 (Octubre 2005).
- BEKER, VICTOR (2010), On the economic crisis and the crisis of economics, presentado en la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Universidad de Buenos Aires, 17al 19 de noviembre de 2010.
- BERNANKE, BEN (2009), Four Questions about the Financial Crisis, Speech at the Morehouse College, Atlanta, Georgia.
- BERNANKE, BEN (2007), Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, Speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany.
- BERNANKE, BEN (2006), Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy, Speech before the Economic Club of New York, New York, New York
- BERNANKE, BEN (2005), The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Remarks by Governor Ben Bernanke en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.
- BERNANKE, BEN (2002), On Milton Friedman´s ninetieth birthday, Remarks by Governor Ben Bernanke, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, 2002.
- CACHANOSKY, NICOLÁS (2010), ¿Por qué el saving glut no puede explicar al crisis internacional?, *GPS Económico*, Año 1, No. 1, Buenos Aires, enero de 2010.
- DOWD, KEVIN (2009), Moral Hazard and the Financial Crisis, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 141-166.
- FRIEDMAN, MILTON (2000), El auge de los 90s se desinfló, *Cato Institute*, 1 de febrero de 2000.
- FRIEDMAN, MILTON Y SCHWARTZ, ANNA JACOBSON (1963), *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press (for the NBER), 1963.
- GARRISON, ROGER W. (2009a), Interest-rate targeting during the great moderation: a reappraisal, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 187-200.
- GARRISON, ROGER, W. (2009b), Mainstream macro in an austrian nutshell, *The Freeman: Ideas on Liberty*, Volume 59, Issue 4, may 2009.
- GARRISON, ROGER W. (2006), The Greenspan Fed in Perspective, *The Freeman: Ideas on Liberty*, FEE, june 2006.
- GARRISON, ROGER W. (2001), *Time and Money, The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge.
- GREENSPAN, ALAN (2008a), *La era de las turbulencias*, Ediciones B, Barcelona.

GREENSPAN, ALAN (2008b), The Fed Didn't Cause the Housing Bubble, The Wall Street Journal, 11 de marzo de 2009.

GREENSPAN, ALAN (2008c), Alan Greenspan: A Response to my Critics, Financial Times Economist's Forum, 6 de abril.

GREENSPAN, ALAN (2007), The Roots of the Mortgage Crisis, The Wall Street Journal, 12 de diciembre.

GREENSPAN, ALAN (2005), Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 16 de Febrero.

HAYEK, FRIEDRICH A. VON (1941), The Pure Theory of Capital, Chicago: University of Chicago Press.

HAYEK, FRIEDRICH A. VON (1939), Profits, Interest and Investment, London: George Routledge and Sons, Ltd.

HAYEK, FRIEDRICH A. VON (1933) [1929], Monetary theory and the trade cycle, Clifton, New Jersey: Augustus M. Kelley reprint 1966. Original German 1929. Translated from the German by N. Kaldor and H. M. Croome.

HAYEK, FRIEDRICH A. VON (1996) [1931], Prices and Production, Routledge and Sons, Londres, 1931.

HUERTA DE SOTO, JESÚS (2009), El error fatal de Ben Bernanke, Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política, Vol. VI, no. 1, Primavera 2009, pp. 233-236.

KRUGMAN, PAUL (2009), A dark age of macroeconomics, Wall Street Journal, Opinión, 27 de enero de 2009.

KRUGMAN, PAUL (2002), Dubya's Double Dip?, The New York Times, Opinión, 2 de agosto de 2002.

LEIJONHUFVUD, AXEL (2008a), Keynes and the crisis, Policy Insight No. 23, Centre for Economic Policy Research, May 2008.

LEIJONHUFVUD, AXEL (2008b), Monetary and Financial Stability, Policy Insight No. 14, Centre for Economic Policy Research, October 2007.

LEIJONHUFVUD, AXEL (1968), On Keynesian economics and the economics of Keynes: A study in monetary theory, New York, Oxford University Press.

MACHLUP, FRITZ (1974), Friedrich von Hayek's contributions to economics, Swedish Journal of Economics, 76, pp. 498-531.

MELTZER, ALLAN H. (2009), Reflections of the financial crisis, Cato Journal, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 25-30.

MISES, LUDWIG VON (2009) [1949], La Acción Humana. Tratado de Economía, Novena edición, Unión Editorial, Madrid.

- MISES, LUDWIG VON (1997) [1912], *La Teoría del Dinero y del Crédito*, Unión Editorial, Madrid.
- O'DRISCOLL, GERALD P. (2009), *Money and the present crisis*, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 167-186.
- RALLO, JUAN RAMÓN (2009), *No fue el exceso de ahorro*, *Cato Institute*, 18 de mayo de 2009. Disponible en ElCato.org
- RAVIER, ADRIÁN O. (2010a), *En busca del pleno empleo. Estudios de macroeconomía austriaca y economía comparada*, Unión Editorial, Madrid.
- RAVIER, ADRIÁN O. (2010b), *La no neutralidad del dinero en el largo plazo. Un debate entre Chicago & Viena*, *Cuadernos de Economía*, No. 52, Universidad Nacional de Colombia, Bogotá.
- RAVIER, ADRIÁN O. (2010c), *El mito liquidacionista de Hayek y su regla monetaria*, *Cato Institute*, 15 de febrero de 2010.
- RAVIER, ADRIÁN O. (2008a), *Regla monetaria versus discrecionalidad: una ampliación del debate*, *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados (RIIM)*, No. 48, ESEADE, Buenos Aires, pp. 113-148.
- RAVIER, ADRIÁN O. (2008b), *Dos tradiciones y un debate en torno a la neutralidad del dinero en el largo plazo*, *Revista de Análisis Institucional* No. 2, Fundación Friedrich A. von Hayek, marzo de 2008, pp. 213-288.
- REISMAN, GEORGE (2009), *Credit expansión, crisis, and the myth of the saving glut*, *Mises Daily*, Ludwig von Mises Institute, 7 de julio de 2009.
- RESTRIBO, NÉSTOR (2002), *Los números de un derrumbe espectacular en Wall Street*, *Clarín*, domingo 28 de julio de 2002.
- ROBERTS, RUSSELL (2008), *How Government Stoked the Mania, Housing prices would never have risen so high without multiple Washington mistakes*, *Wall Street Journal*, October 3th, 2008.
- SCHWARTZ, ANNA J. (2009), *Origins of the financial market crisis of 2008*, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 19-23.
- SCHWARTZ, ANNA J. (2008), *Bernanke Is Fighting the Last War*, *The Wall Street Journal*, October 18, 2008.
- TAYLOR, JOHN B. (2008), *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, *Written version of keynote at Bank of Canada*, November 2008.
- WHITE, LAWRENCE H. (2009), *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), pp. 115-125.
- WHITE, LAWRENCE H. (2008), *How Did We Get into This Financial Mess?*, *Briefing Papers*, No. 110, *Cato Institute*, November, 18th, 2008.

YEAGER, LELAND B. (2009), The contagious crisis, Liberty, Vol. 23, No. 7, Liberty Fund, august 2009.