UCA
Pontificia Universidad Católica Argentina
Biblioteca digital
de la Universidad Catolica Argentina

Covernton, Guillermo Luis

Intento explicativo de la teoría austriaca del ciclo y de su relación con conceptos ampliamente aceptados en las finanzas de la empresa y en la economía ortodoxa

Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario Vol. VII, Año 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:

Covernton, G.L. (2011). Intento explicativo de la teoría austríaca del ciclo y de su relación con conceptos ampliamente aceptados en las finanzas de la empresa y en la economía ortodoxa [en línea], *Anuario de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario*, VII, 28-84. Recuperado de http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/intento-explicativo-teoria-austriaca-ciclo.pdf [Fecha de consulta:.....]

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

Intento explicativo de la Teoría Austriaca del Ciclo y de su relación con conceptos ampliamente aceptados en las Finanzas de la Empresa y en la Economía Ortodoxa:

COVERNTON, Guillermo Luis

"El proceso de producción como un proceso en el tiempo, con capital, (capital contable), como el "informe" que se hace en el presente sobre el estado de ese proceso, no es específicamente "austriaco". Es el mismo concepto que subyace en la teoría de los economistas clásicos británicos, y es más antiguo todavía –más antiguo incluso que Adam Smith- Es el típico punto de vista del hombre de negocios, actualmente el punto de vista de los contables, y antiguamente el punto de vista de los comerciantes. Es la opinión obligada de los comerciantes, tan pronto como empiezan a pensar en sus negocios, para encuadrar sus actividades en un esquema racional. … Lo que hizo Böhm Bawerk fue tomar el concepto clásico de capital y enlazarlo con la teoría de la elección individual que tomó de Menger. …

Durante dos generaciones, los tiempos de Marshall y Pigou, el realismo (en su conjunto), era dominante. El método estático a que estaba asociado era poderoso; para los propósitos de aquel entonces, parecía útil. … La presente generación de economistas empieza a apartarse del realismo – volviendo a la tradición clásica que los austriacos mantuvieron viva." (1)

Introducción:

En el párrafo que citamos, de Sir John R. Hicks, el economista británico reconoce la importancia de tener un abordaje del proceso económico y de las situaciones de desajuste que influyen en su marcha, desde una posición que considere la importancia del capital, el tiempo, y el rol preponderante de la tasa de interés.

Que tenga, asimismo, en consideración toda la dinámica del fenómeno de formación de capital y de elección entre distintos sistemas de producción. Ya antes había manifestado:

> *"¿Qué determina el equilibrio de corto plazo de un sistema cerrado, cuando se le concibe no solo en términos de gustos y recursos, sino en términos de planes y expectativas, orientado hacia el futuro que queda fuera del período en cuestión?" (2)*

Pero: ¿Por qué este interés en analizar el proceso de elección de sistemas de producción y de formación de capital desde una visión dinámica y considerando el punto de vista de los comerciantes, o tomadores de decisión en la economía, es decir, si se prefiere, de los empresarios? ¿De donde surge esta idea? El subtitulo del libro citado en el epígrafe nos puede dar una pista.

Antecedentes históricos:

La idea de que el discurrir económico de la humanidad no se desarrolla sobre una superficie perfectamente pareja y sin imperfecciones; al estilo de una pista de aterrizaje asfaltada, o de la superficie helada de un lago, por donde los patinadores pueden deslizarse sin sobresaltos, no es nueva. Más bien ha predominado la concepción en la que podríamos asemejarla a una ruta de montaña, con subidas y bajadas o a la superficie eternamente mutable del mar, con olas que nos impulsan hacia arriba y senos que nos hacen deslizar hacia abajo.

Ya Sismondi, en sus *"Principios"* de 1803 se mostró preocupado por lo que, actualmente, llamaríamos "crisis", si bien con un enfoque que, desde la perspectiva actual, se alinearía más con la keynesiana que con la nuestra: Según algunos autores defendió una teoría de las fluctuaciones económicas del sub-consumo y así lo consideran como:

> *"uno de los primeros en observar el problema dinámico que lleva consigo el abrirse camino desde una posición de equilibrio a otra y desde un período a otro". (3).*

Lo que quiero rescatar es que parecía entender que el estudio de este asunto tenía una dinámica: Implicaba un análisis en donde los aspectos temporales jugaban un rol crucial.

Si seguimos avanzando en el tiempo, hay quienes consideran que, ya a fines del siglo XIX, conjuntamente con la discusión de temas monetarios, el papel del dinero en la marcha de la economía

> *" quedó entrelazado con el análisis de las fluctuaciones cíclicas". (4)*

Pero incluso bastante antes de eso podemos ver en Jean Baptiste Say una clara concepción de entender y analizar el proceso económico desde un punto de vista dinámico, en el que el capital jugaba un papel importantísimo, y estaba, además, sujeto a transformaciones continuas:

> *"En el comercio la casi totalidad de los capitales experimenta, y a menudo varias veces por año, transformaciones completas. Un negociante compra con dinero telas y joyas: primera transformación. Las envía a Buenos Aires, donde se venden: segunda transformación. Da órdenes de emplear el monto en pieles de animales: tercera transformación. Esta mercancía, llegada al lugar de destino, a su vez se vende; su valor se entrega en efectos de comercio sobre París; y esos valores, transformados en dinero, reproducen el capital, y tal vez con beneficio, a su primera forma: la de la moneda francesa. (5).*

Quizás el primer cuerpo de razonamientos estructurados con forma de teoría, que abarcó el problema de las fluctuaciones cíclicas en su conjunto, considerando los aspectos monetarios, los aspectos dinámicos y los efectos de las decisiones individuales tomadas en un marco en donde la información disponible jugaba un papel central, haya sido la que se conoce como "Teoría Austriaca del Ciclo Económico". Y creemos que, como buena parte del pensamiento austriaco ha permanecido muchas veces ignorada, o abordada en forma fragmentaria, o simplemente tergiversada.

No pareciera ser el enfoque más difundido y aceptado a la hora de explicar los cambios en el nivel de actividad, que con marcadas recesiones, disminución de la inversión y acompañados de procesos de liquidación de stocks, aquejan de tiempo en tiempo a las economías modernas.

Sin embargo creemos que la mayor parte de los argumentos y procesos que según la Teoría, se verifican a lo largo del desarrollo de estas situaciones de crisis, se encuentran esbozados en buena parte del pensamiento de las corrientes económicas más difundidas. Si bien no encontramos un pensamiento estructurado que persiga explicar del mismo modo las causas y los efectos, lo que sostenemos, y será el objetivo de este trabajo es hacer notar como buena parte de los razonamientos contenidos en la "Teoría Austriaca del Ciclo Económico" también se encuentran en la economía de la corriente principal, ampliamente difundidos y aceptados. Y que esos razonamientos, puestos al servicio de la "Teoría Austriaca" pueden permitir un acercamiento y una mejor comprensión de esta teoría a todos aquellos que la aborden desde otras vertientes del pensamiento.

Para una aproximación rápida al pensamiento de la escuela austriaca, destacamos que el mismo Mises, en un ensayo publicado en francés en 1936, consideraba que era un tanto halagador, pero inexacto atribuir a los "austriacos" el crédito total por los aportes que dicha escuela hizo en relación al ciclo comercial: En tal sentido afirmaba:

> *"Nowadays it is usual in economics to talk about the Austrian theory of the trade cycle. This description is extremely flattering for us Austrian economists, and we greatly appreciate the honor thereby given us. Like all other scientific contributions, however, the modern theory of economic crisis is not the work of one nation. As with the other elements of our present economic knowledge, this approach is the result of the mutual collaboration of the economists of all countries"*. (6)

Lo consideramos destacable, precisamente por venir de uno de los iniciadores del estudio del tema, sino el verdadero iniciador, si consideramos la fecha de la primera publicación de la primera de sus obras que aborda el tema. En el ensayo mencionado Mises afirma que no fueron los fundadores de la Escuela Austriaca quienes se ocuparon de los problemas del ciclo comercial, sino la segunda generación:

> *"The founders of the Austrian School of Economics – Carl Menger, Böhm Bawerk, and Wieser- were not interested in the problem of the trade cycle. The Analysis of this problem was to be the task of the second generation of Austrian economists"*. (7*)*

Concretamente estaba aludiendo, según sus propias citas bibliográficas, a él mismo, a Hayek, a Machlup y a von Strigl.

Pero, de todos modos, Mises mismo es quien afirma que la idea de tratar de explicar las causas de las fluctuaciones económicas desde el aspecto monetario no fue una invención propia ni de su grupo, sino más bien, que la misma ya se encuentra bien delineada en la "Escuela Monetaria Inglesa", aunque la misma lo hizo con importantes limitaciones, según su misma opinión, ya que no consideró importante limitar la expansión secundaria de dinero que se produce a raíz de la emisión de medios fiduciarios, no monetarios, como son, por ejemplo, los cheques girados sobre cuentas corrientes basadas en depósitos a la vista:

> *"Consequently, the expansion of credit can result not only for the excessive issue of bank notes but also from the opening of excessive current accounts"* (8)

Y que, precisamente la omisión de esta consideración fue la que hizo caer en el descrédito a esta corriente del pensamiento, ya que, una vez incorporadas las limitaciones a la emisión de billetes bancarios sin respaldo, en la "Bank Charter Act", que bajo el gobierno de Robert Peel se aprobó en 1844, los problemas siguieron, precisamente por la expansión que se generaba a través de las cuentas a la vista. Esa puede haber sido una de las causas que conspiraron para una mejor difusión de esa teoría. En ese sentido, decía Mises:

> *"From this it was wrongly concluded that the English School´s attempt to explain the trade cycle in monetary terms had been refuted by the facts"* (9).

Ideas centrales de la Teoría Austriaca del Ciclo y su relación con otros enfoques:

En términos de hacer un análisis de la dinámica del fenómeno, es importante detenernos a observar detalladamente la sucesión de hechos, y el orden en que estos ocurren, es por este motivo, entendemos, que Mises es tan enfático en detallar claramente la secuencia en que se desarrolla el fenómeno.

Así explica que el primer aspecto a considerar es lo que se conoce modernamente como la expansión del crédito originada por el sistema financiero, en tanto utilice encajes fraccionales:

> *"In using fiduciary media, by which I mean bank notes without gold backing or current accounts which are not entirely backed by gold reserves, the banks are in a position to expand credit considerably.* (10)

Como sabemos, un sistema financiero que utilice encajes fraccionales, por la misma esencia del sistema, produce una expansión de la oferta monetaria, que puede superar en mucho, a la base monetaria. La magnitud de este efecto multiplicador puede explicarse, siguiendo a

Cole, por los niveles de la “Razón de Efectivo”, la “Razón de Ahorros” y de las “Tasa de Encaje Legal”.

Por eso ahora veremos:

> *“…cuales son los factores que producen aumentos o disminuciones en la cantidad total de dinero en circulación”* (11).

Lo que algunos autores, como Cole llaman “Masa Monetaria, y otros llaman “Oferta Monetaria”, es la cantidad total de medios de pago en sentido amplio, que los operadores económicos disponen para realizar sus intercambios. Por supuesto que esta oferta monetaria total no se restringe sencillamente al dinero en efectivo, como billetes de bancos, que el público pueda utilizar, sino, por analogía, y por los usos y costumbres, a todos aquellos medios de pago que se acepten para comerciar: Eso incluye los saldos de cuentas a la vista y por supuesto todo tipo de depósito bancario transferible a terceros que sirva como medio cancelatorio.

Por este motivo hay autores que definen la oferta monetaria total como “Dinero en efectivo”, más “Depósitos a la vista”. Este tipo de definiciones, al pretender ser tan exactas se prestan a confusión. Hay operaciones que no se podrán cancelar con cheques ni transferencias sobre depósitos. (Cole cita a un viaje en taxi). Asimismo la experiencia indica que, en ciertas circunstancias, (que llamaremos pre-hiperinflacionarias), hay operaciones como compraventas de inmuebles o bienes de capital que se han cancelado con depósitos a plazo fijo, en circunstancias especiales. (En Argentina, en ese contexto, los depósitos a plazo fijo se concertaban en plazos que no excedían los 7 días, por lo que su vida media era similar al período de acreditación, vía clearing de cualquier cheque común. Eso hizo que se utilizaran como cheques certificados, ya que de hecho, estaban girados contra el banco y no contra la cuenta de un librador privado, por lo que su certeza de cobro era mayor, y por ello se utilizaban en forma corriente). Destacamos esto porque, por estas razones y otras análogas, no es muy fácil delimitar

exactamente a que llamaremos “oferta monetaria”,o siguiendo a Mises “dinero fiduciario”, o “medios de pago fiduciario”.

De todas maneras, es ampliamente aceptado por la ortodoxia como el sistema financiero que utiliza encajes fraccionales expande los medios de pago de una economía:

Para verlo más claramente podemos plantear las siguientes definiciones:

“1. M1 = C + DV

2. M2 = C + DV + DA

3. B = C + R = C + RR + SE

B es la base monetaria.

C es el total de efectivo fuera de bancos.

DV es el total de depósitos a la vista en bancos comerciales.

DA es el total de depósitos de ahorros.

R es el total de reservas bancarias, (efectivo en bóveda más depósitos en el banco central).

RR son las reservas requeridas que los bancos deben mantener contra sus depósitos tanto a la vista como de ahorro.

SE es el “sobre encaje” o reservas excesivas en el sistema bancario, donde por definición SE = R – RR…..

Razón de efectivo: c = C / DV

La razón de efectivo expresa el efectivo fuera de bancos como porcentaje del total de depósitos a la vista, y lo que nos dice es cuanto dinero mantiene el público en forma de efectivo por cada unidad monetaria que se mantiene en depósitos a la vista.

Razón de Ahorros: a = DA / DV

La razón de ahorros expresa el total de depósitos de ahorros como porcentaje del total de depósitos a la vista, y por lo tanto nos dice cuanto dinero se mantiene en depósitos de ahorro por cada unidad de depósitos a la vista.

Razón de Sobre-encaje: s = SE/DV

… expresa el sobre-encaje neto del sistema bancario como porcentaje del total de depósitos a la vista…

… Con estas definiciones y tomando en cuenta que las reservas requeridas, RR, serán igual a la tasa de encaje sobre depósitos a la vista (rv) multiplicada por el total de depósitos a la vista más la tasa de encaje sobre depósitos de ahorro (rA) multiplicada por el total de depósitos de ahorro, podemos escribir la ecuación (3) como:

4. $B = cDV + rvDV + rADA + sDV$

$= cDV + rvDV + rAaDV + sDV$

Empleando un poco de álgebra obtenemos:

5. $DV = [1/(c + rv + rAa + s)] B$

En forma similar podemos escribir la ecuación (1) como:

6. $M1 = cDV + DV = (1+c) DV$

Finalmente sustituyendo (5) y (6) y reordenando términos obtenemos:

7. $M1 = [(1 + c) / (c + rv + rAa + s)] B$

$M1 = m1 B$

Esta expresión establece una relación directa entre M1 y la base monetaria. La expresión entre corchetes se conoce como el “

multiplicador de M1" (m1), ya que nos indica en cuanto aumentará M1 cada vez que aumente B en una unidad…

Por un razonamiento similar al anterior podemos obtener una expresión análoga para M2:

8. $M2 = [(1 + c + a) / (c + rv + rAa + s)] \ B$

$M2 = m2 \ B$

La expresión entre corchetes es el "multiplicador de M2" (m2) y se puede apreciar que es muy similar a la expresión para el multiplicador de M1, con la diferencia de que en este segundo caso el numerador también incluye la tasa de ahorros, a." (12).

Como se puede ver, estas expresiones matemáticas nos permiten darnos cuenta de cuales son los determinantes del crecimiento de los medios de pago, u oferta monetaria, (la "Masa Monetaria", según Cole). Por supuesto que un crecimiento de la Base Monetaria generará un incremento de la oferta. Y este incremento será de magnitud mayor, dado que el multiplicador es mayor que 1. (Dejamos claro que esta generalización se entiende para reservas bancarias fraccionales, si el sistema funciona con reservas 100 %, queda claro que el multiplicador será 1).

Pero el punto más importante es que los economistas en general reconocen que los medios de pago pueden expandirse, aunque la base monetaria permanezca constante. Esta expansión se dará, en los siguientes casos:

Por una reducción de los encajes: Toda vez que las autoridades monetarias ofrezcan apoyo a los bancos en problemas, o disminuyan unilateralmente las tasas de redescuento, abaratando el costo financiero para las entidades eventualmente descalzadas, se producirá una expansión.

Análogamente, este tipo de medidas que mencionamos recientemente inducirá a una disminución de la razón de sobre-encajes, y por ende resultará también expansiva, potenciando el efecto.

Por otra parte, si se induce al público a utilizar depósitos bancarios para la cancelación de sus operaciones comerciales, y se desalienta la utilización de efectivo, (lo que se ha denominado a veces "bancarización forzada"), el efecto es una disminución de la razón de efectivo. Y como puede verse, una disminución de la razón de efectivo, con encajes fraccionales, es decir, con multiplicador mayor que 1, tendrá un efecto expansivo sobre la oferta monetaria total.

Esta expansión del crédito genera una oferta adicional de fondos en el Mercado crediticio, que, por esa razón, genera una caída de la tasa de interés de mercado, por debajo de los niveles en que se encontraba anteriormente:

> *" They intervene on the market in this case as "suppliers" of additional credit, created by themselves, and they thus produce a lowering of the rate of interest, which falls below the level at which it would have been without their intervention.* (13).

Esta situación es ampliamente aceptada por la ortodoxia: Podemos ver el reconocimiento de este planteo cuando Dornbusch afirma:

> *"En este apartado hacemos una sencilla pero importante observación:* ***el banco central no puede fijar simultáneamente el tipo de interés y la cantidad de dinero en los niveles que quiera.***
>
> *La figura 16.4 ilustra esta observación. Supongamos que por alguna razón el banco central desea fijar el tipo de interés en el nivel* ***i**** *y la cantidad de dinero en el nivel* ***M**** *y que la función de demanda de dinero está representada por* ***LL****. El banco central puede desplazar la función de oferta monetaria, pero no la función de demanda de dinero. Solo puede fijar las combinaciones del tipo de interés y de la oferta monetaria que se encuentran a lo largo de* ***LL****.*

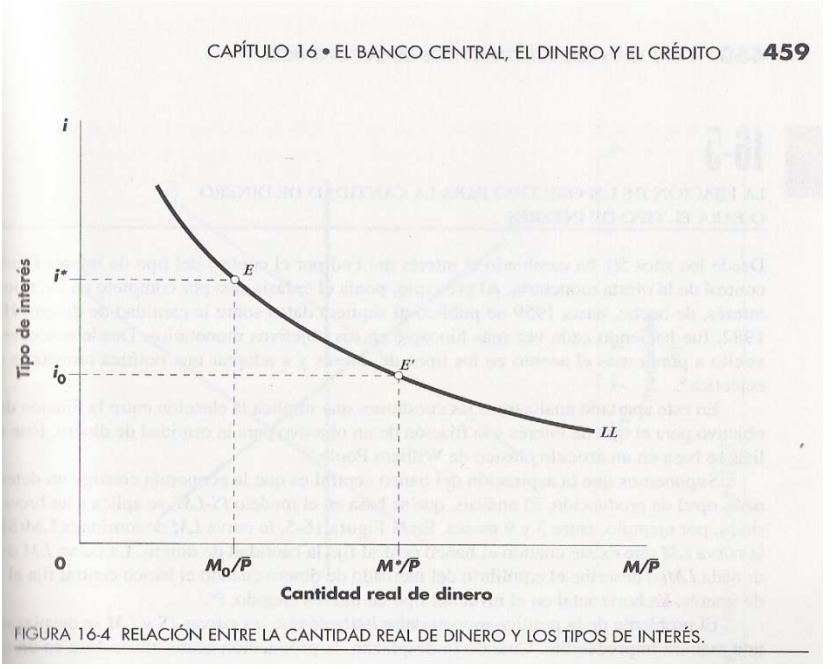

FIGURA 16-4 RELACIÓN ENTRE LA CANTIDAD REAL DE DINERO Y LOS TIPOS DE INTERÉS.

*Al tipo de interés **i*** puede tener la oferta monetaria **Mo/P.** Con la oferta monetaria fijada como objetivo **M*/P**, puede tener el tipo de interés **i0**. Pero no puede conseguir al mismo tiempo **M*/P** e **i*.***

*Esta cuestión a veces se expresa más gráficamente de la manera siguiente: cuando el banco central decide fijar el tipo de interés en un determinado nivel y lo mantiene fijo – política que se conoce con el nombre de **fijación del tipo de interés-** pierde el control de la oferta monetaria. Si se desplazara la curva de demanda de dinero, el banco central tendría que ofrecer la cantidad de dinero que se demandara al tipo de interés fijado.*

En sus operaciones diarias el banco central puede controlar con más precisión los tipos de interés que la cantidad de dinero. Compra y vende diariamente títulos públicos a través de su

> *oficina de mercado abierto. Si desea subir el precio de los títulos públicos, (bajar el tipo de interés), puede comprar los títulos a ese precio. Si desea bajarlo (subir el tipo de interés), puede vender una cantidad suficiente de títulos de su gran cartera. Por lo tanto, diariamente el banco central puede determinar con bastante precisión el tipo de interés de mercado.* (14)

Como podemos ver, la idea de que esa expansión de la cantidad de dinero genera una caída de la tasa de interés, no es demasiado controversial, más bien lo contrario: Parece ser aceptada en forma bastante generalizada por las distintas corrientes de pensamiento. La razón por la que esta caída de la tasa de interés, que consideraremos "artificial", (ya que se debe a motivos que nada tienen que ver con la economía real, ni tampoco con el nivel de ahorro de los individuos), llega a provocar una expansión del nivel de actividad es explicada por Mises de la siguiente manera:

> *"Projects which world not have been thought "profitable" if the rate of interest had not been influenced by the manipulations of the banks, and which, therefore, would not have been undertaken, are nevertheless found "profitable" and can be initiated"* (15)

Destacamos que, a esa altura de los acontecimientos, la economía vive un auge, al que también insistiremos en calificar de "artificial", (toda vez que tampoco se apoya en un crecimiento del nivel de actividad ocasionado por un aumento de la eficiencia marginal, ni de la productividad marginal de ninguno de los factores de producción, sino simplemente en la aparente mejora de uno de los indicadores macroeconómicos más observados por los empresarios, es decir: la tasa de interés de mercado), así se impulsa una mayor demanda de bienes y servicios destinados a la producción, se demandan más factores de producción, o si se prefiere, siguiendo a Menger de *"bienes de orden superior."*

Obviamente, entre estos factores de producción se encuentran asimismo, los salarios: En tanto insumos, y dado que su oferta no es altamente elástica, sino más bien lo contrario, los salarios son

presionados al alza. Dado que los empresarios, para hacer posibles sus proyectos de inversión, deben incorporar nuevos trabajadores, y que estos, en general, ya se encuentran ocupados, o no aceptan realizar esfuerzos laborales mayores dada la tasa salarial, la única forma de captar una mayor cantidad de trabajadores, o de horas hombre trabajadas, es ofreciendo salarios más altos.

A su vez, estos salarios nominales más altos impulsan una mayor demanda de bienes finales, que por supuesto, si sigue alimentada por la expansión de crédito, no puede menos que generar una suba generalizada de precios.

> *"The more active state of business leads to increase demand for production materials, and for labor. The prices of the means of production, and the wages of labor rise, and the increase in wages leads, in turn, to an increase in prices of consumption goods"*. (16)

La idea es compartida por otros autores, por ejemplo Stanley Fischer afirma:

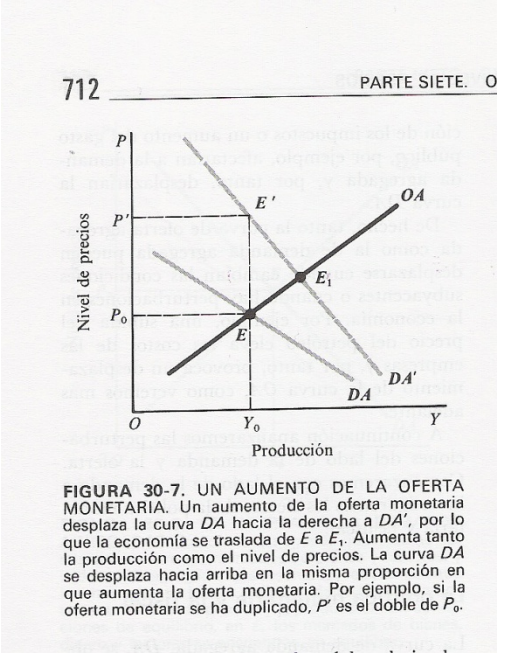

FIGURA 30-7. UN AUMENTO DE LA OFERTA MONETARIA. Un aumento de la oferta monetaria desplaza la curva *DA* hacia la derecha a *DA'*, por lo que la economía se traslada de *E* a E_1. Aumenta tanto la producción como el nivel de precios. La curva *DA* se desplaza hacia arriba en la misma proporción en que aumenta la oferta monetaria. Por ejemplo, si la oferta monetaria se ha duplicado, *P'* es el doble de P_0.

*"**Un aumento de la cantidad nominal de dinero**: Supongamos que la economía se encuentra inicialmente en equilibrio en el punto E de la figura 30-7. Ahora la Fed duplica la cantidad de dinero comprando títulos del estado en una operación de mercado abierto. En el nivel inicial de precios, un aumento de la cantidad nominal de dinero significa un aumento de la cantidad real de dinero. Para que el público tenga un mayor nivel de saldos reales, deben bajar los tipos de interés de equilibrio. Y*

cuando bajen los tipos de interés, la inversión y la demanda agregada serán mayores. Así pues, aumentan la renta y el gasto de equilibrio en el lado de la demanda, lo que se muestra mediante un desplazamiento de la curva de demanda hacia la derecha, de DA a DA´. Ahora la cantidad demandada aumenta en todos los niveles de precios.…

… La figura muestra que un aumento de la cantidad nominal de dinero desplaza el equilibrio de E a E´, elevando tanto el nivel de producción como el nivel de precios. ¿Cuál es el proceso económico subyacente? En primer lugar, el aumento de la cantidad nominal de dinero eleva la demanda agregada en el nivel inicial de precios, exactamente igual que en el análisis keynesiano de los capítulos anteriores.

Bajan los tipos de interés, aumenta la demanda de inversión y el gasto planeado es superior al nivel de producción corriente, Yo. En el nivel inicial de precios, Po, aparece, pues, un exceso de demanda de bienes y servicios. En segundo lugar, en el lado de la oferta las empresas tratan de satisfacer el aumento de la demanda contratando más trabajadores para incrementar la producción. Pero de esa manera presionan al alza sobre los salarios, lo que significa, a su vez, un incremento de los costos y de los precios". (17).

Podríamos agregar al planteo de Fischer, además, que la baja de la tasa de interés sucede necesariamente, ya que si, como se dijo, la economía se encontraba en equilibrio, para que la autoridad monetaria pueda comprar títulos públicos, con el objetivo declarado de inyectar dinero en el mercado, lo hará solamente a costa de un aumento de la cotización de dichos títulos, por incremento de la demanda de los mismos. Y puede determinarse matemáticamente que la suba de la cotización de los mismos dará lugar a una caída de la tasa de retorno implícita de los bonos. Las demás tasa de interés caerían por arbitraje. Esto mismo puede explicarse porque los inversores que ceden sus títulos buscarán otro tipo de colocación para sus fondos, impulsando

entonces a la baja la tasa de interés por mayor oferta de fondos prestables.

Una caída de la tasa de interés impulsa a los empresarios a la adopción de nuevos proyectos de inversión: Cuando se analiza un proyecto de inversión, se toman en cuenta los rendimientos futuros esperados, descontados a una tasa de costo de capital. Si el capital puede obtenerse a un costo más bajo, al poder descontarse los flujos futuros esperados a un factor de actualización mayor, el Valor Actual Neto aumenta. (Recordemos que el factor de actualización es la inversa del factor de descuento: $[1 / (1 + i)^{n}]$).

Esto fue explicado por Keynes cuando decía:

> *"Cuando un individuo compra una inversión, un bien de capital, adquiere derecho a una serie de rendimientos probables, que espera obtener por la venta de los productos, durante la vida del bien, después de deducir los gastos de operación respectivos. Conviene llamar a esta serie de anualidades Q_1 Q_2 …Q_n el rendimiento probable de la inversión.*
>
> *En contraste con el precio probable de la inversión, tenemos el precio de oferta del bien de capital, lo que no quiere decir el precio de mercado al cual puede comprarse actualmente un bien de la clase en cuestión, sino el precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo, es decir lo que algunas veces se llama costo de reposición. La relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición, es decir, lo que hay entre el rendimiento probable de de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla nos da la eficiencia marginal del capital de esa clase. Más exactamente defino la eficiencia marginal del capital como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta"*. (18)

Lo que aquí expresa puede entenderse como la Tasa Interna de Retorno de dicho proyecto de inversión. Esta formulación es ampliamente aceptada y casi hasta se podría decir que quizás sea una de las afirmaciones menos controversiales de Lord Keynes.

Uno de sus más cercanos discípulos, Alvin H. Hansen, explica el tema de una manera que rescatamos, porque, creemos, está formulada más claramente:

> *"El valor de una unidad de bienes de capital puede obtenerse capitalizando la serie de anualidades dadas por los rendimientos esperados. Así si* $R_1 + R_2 + R_3 + \ldots + R_N$ *es la serie de rendimientos anuales esperados o el "rendimiento probable" de la inversión, y si i es la tasa de interés de mercado, en tanto que V es el Valor del bien de capital en cuestión, entonces(Ibid, capítulo 9).*
>
> $$V = R_1 \,.\, 1/(1+i) + R_2 \,.\, 1/(1+i)^2 + R_3 \,.\, 1/(1+i)^3 + \ldots R_n \,.\, 1/(1+i)^n$$
>
> *En la medida en que el Valor de un bien de capital (determinado por las R´s y la i) sea mayor que el precio de oferta o el costo de reposición, que podemos llamar* C_R *de un bien de capital, será costeable continuar invirtiendo.*
>
> *El incentivo para invertir también puede enunciarse en términos de la amplitud entre la eficiencia marginal del capital, que podemos llamar r, y la tasa de interés del mercado, i. La eficacia marginal del capital r puede calcularse de la siguiente forma:*
>
> *Siendo* $R_1 + R_2 + R_3 + \ldots + R_N$ *la serie de rendimientos anuales en perspectiva, o rendimiento probable de la inversión y* C_R *el costo de reposición, entonces r representa la tasa de descuento que igualaría el valor actual de la serie de anualidades, al precio de oferta (costo de reposición) del bien de capital. Así:*
>
> $$C_R = R_1 \,.\, 1/(1+r) + R_2 \,.\, 1/(1+r)^2 + R_3 \,.\, 1/(1+r)^3 + \ldots + R_n \,.\, 1/(1+r)^n$$

La tasa r es la tasa de descuento que igualará el valor actual de las anualidades dadas por los rendimientos esperados con el costo del bien de capital; en otras palabras r es la eficacia marginal del capital (Keynes) o la tasa de rendimiento sobre el costo (Fisher) que se puede esperar ganar en un bien de capital que cueste C_R y produzca una serie de rendimientos representada por $R_1 + R_2 + R_3 + \ldots + R_N$ (19)

Como podemos ver, ambos planteos tienden a lo que, modernamente, se encuentra en los textos de finanzas empresariales como "Cálculo del Valor Actual Neto de un proyecto de inversión". Pero ¿Por qué recordamos esto? Porque creemos que se debe insistir en la influencia que tiene el nivel de tasa de interés al momento de tomar decisiones de inversión y financiación en las empresas. La lógica del algoritmo que permite determinar el Valor Actual Neto nos muestra que, dada una corriente determinada de flujos de fondos, (que depende en realidad de cuestiones reales, es decir de precios, costos, tasas de eficiencia, productividad, etc), y aceptado el plazo dentro del cual realizaremos el análisis, es decir definido n, la variable que hará cambiar el Valor Actual Neto será la tasa de descuento i del proyecto. Y esto es no solo válido para las decisiones de inversión, sino también para las decisiones de financiación. La manera como conseguiremos los fondos para financiarnos, el instrumento a utilizar y la fuente de financiación dependen ciertamente de la tasa de costo de capital Y la relación entre la tasa de costo de capital y la elección de nuestro financiamiento puede ser vista de la siguiente forma:

" Dicho más claramente, se ha aprendido como gastar el dinero y ahora se aprenderá como conseguirlo…. Consideraremos dadas la cartera actual de activos reales de la empresa y su estrategia de inversión futura, y entonces determinaremos cual es la mejor estrategia de financiación….Hablando en términos estrictos, esto supone que las decisiones de inversión y las de financiación son independientes. En muchos casos es un supuesto bastante razonable. Generalmente,…la empresa puede pensar primero que proyectos va a aceptar y después como debería financiarlos….

Aunque es útil separar las decisiones de financiación y de inversión, hay similitudes básicas en los criterios para adoptarlas. La decisión de comprar una máquina herramienta o de vender un a obligación implica la valoración de un activo con riesgo. El hecho de que un activo sea real y el otro financiero no importa. En ambos casos acabamos calculando el valor actual neto.

La expresión valor actual neto del endeudamiento puede parecerle extraña. Pero el siguiente ejemplo debería ayudar a explicarle lo que queremos decir. Como parte de su política de fomento de pequeñas empresas, el gobierno ofrece a su empresa un préstamo de 100.000 $ a diez años, con un tipo de interés del 3 por ciento. Esto significa que la empresa se compromete a pagar 3.000 $ de intereses cada año y a devolver los 100.000 $ el último año. ¿Debería aceptar la oferta?

Podemos calcular el VAN del préstamo siguiendo el camino habitual. La única diferencia es que el primer flujo de tesorería es positivo y los flujos siguientes negativos:

VAN = Cuantía del préstamo – Valor actual del pago de intereses – valor actual del reembolso del préstamo =

$$= + 100.000 - [\ \sum_{t=1}^{10} 3.000 / (1 + r)^t\ ] - 100.000\ 000 / (1 + r)^{10}$$

La única variable que falta especificar es r, el costo de oportunidad del capital. Se necesita para valorar la deuda originada por el préstamo. Razonemos de esta manera. El préstamo del gobierno es para usted un activo financiero: un trozo de papel que representa su promesa de pagar 3.000 $ anuales más la devolución final de los 100.000 $. ¿Por cuánto podría venderse ese documento si se negociara libremente en el mercado de capitales? Podría venderse por el valor actual de esos flujos de tesorería descontados a r, la tasa de rentabilidad

ofrecida por otros títulos con un riesgo equivalente. Ahora bien, la categoría de títulos de riesgo equivalente incluye otras deudas emitidas por su empresa, por tanto, todo lo que ha de hacer para determinar r es responder a esa pregunta: ¿Qué tipo de interés tendría que pagar mi empresa para endeudarse directamente en el mercado de capitales en vez de con el gobierno?

Suponga que el tipo de interés es del 10 por ciento. Entonces:

$$VAN = + 100.000 - [\ \sum_{t=1}^{10} 3.000 / (1,10)^t\ ] - 100.000\ 000 / (1,10)^{10}$$

$$= + 100.000 - 56.988 = + 43.102 \text{ dólares}$$

Claro está, no necesita que ningún cálculo le diga que endeudarse al 3 por ciento es un buen negocio, cuando el tipo alternativo es el 10 por ciento. Pero el cálculo del VAN le dice exactamente el valor de esa oportunidad (43.102 $). También expone la esencial similitud de las decisiones de inversión y financiación. …

Recuerde que una decisión de financiación es buena si genera un VAN positivo. Es aquella en la cual la cuantía de la tesorería lograda excede del valor de la deuda creada. (20)

Por eso creemos que se puede encontrar un amplio consenso en relación a que, frente a una baja artificial de la tasa de interés, las empresas tenderán, a amentar el volumen de fondos que invierten en planta y equipo, así como en tecnologías que les permitan incrementar sus niveles de producción, dado que el VAN, es decir el Valor Actual Neto de dichas decisiones arrojará un resultado positivo. Y este es hoy un criterio de decisión ampliamente aceptado en el mundo empresarial, que como vimos, tiene origen en el planteo de Keynes que repetimos más arriba, ampliado y aclarado por Hansen.

Llegado a este estado de cosas, podemos preguntarnos porque se afirma entonces que se debe precipitar la crisis. ¿No es este estado de cosas

una situación casi ideal, de pleno empleo y alto nivel de demanda agregada?

Mises nos advierte que esta bonanza artificial no puede sostenerse indefinidamente, por las presiones inflacionarias que genera: Y es aquí fundamental el papel que juega el tiempo en todo esto: Las inversiones que se han **iniciado**, por la expansión del crédito, no están todavía **concluidas,** es decir que no solo no pueden generar capacidad de repago, lo cual es sumamente importante, y será retomado luego, sino que, y esto es lo esencial ahora, no pueden incrementar aún la oferta de bienes y servicios en el mercado.

> *"The material means of production and the labor available have not increased; all that has increased is the quantity of the fiduciary media which can play the same role as money in the circulation of goods. The means of production and labor which have been diverted to the new enterprises have had to be taken away from other enterprises.* (21).

Y si no se logra el *"milagro… de transformar las piedras en pan"* (22), ya que la cantidad de bienes y servicios no ha cambiado, las presiones inflacionarias, al principio leves, pero cada vez más marcadas y crecientes fuerzan un desenlace.

Es muy claro que Mises identifica a la expansión de medios de pago fiduciarios, (lo que para el significa "dinero en sentido amplio"), como la causa eficiente que produce el aumento de precios.

En relación a esto, es muy claro que las opiniones nunca han sido unánimes. En los últimos 40 años, y muy especialmente en Latinoamérica se han multiplicado las opiniones divergentes en este sentido, dando origen a una gran cantidad de enfoques "heterodoxos", que además, y en nuestra opinión, lamentablemente, dieron lugar, asimismo a una gran cantidad de planes concretos de economía positiva. No conocemos ninguno que haya podido mostrar resultados positivos. Y nos referimos como "heterodoxos" a aquellos que atribuían las causas de la inflación a otros motivos, y por ende

afirmaban que un control de la cantidad de medios de pago no tenía porque ser eficiente para detenerla.

Por eso me parece válido rescatar una opinión que, al no provenir de un autor formado en la escuela austriaca, presenta una posición más cercana a las corrientes principales. Y expone los efectos de una restricción de la tasa de expansión de medios de pago, así como del efecto de expandir o contraer lo que llama "sustitutos perfectos o cercanos del dinero". Además, por el hecho de ser un autor Latinoamericano, pensamos que podía ser un interesante referente, por su exposición y mayor conocimiento de esos enfoques alternativos, que como dijimos, son más recientes: Así dice De Pablo:

> *"Inflación y cantidad de dinero:*
>
> *Deliberadamente se pospuso hasta aquí la consideración de una importante cuestión, por ser común a todas las causas de la inflación. Tal cuestión se puede plantear de la siguiente manera: ¿es posible que exista inflación, cualquiera sea su causa y cualesquiera sean los mecanismos de propagación, en un país donde la cantidad nominal de dinero no aumenta?*
>
> *Este interrogante plantea una perspectiva de la relación causal entre emisión e inflación que se puede observar en la práctica en una economía, en el sentido de si el funcionamiento de dicha economía durante determinado período se entiende mejor en términos de… modelos de dinero activo y pasivo (ejemplo: en Ucrania, en los últimos 25 años, el aumento de precios generó emisión monetaria, y no al revés) por una parte, y la relación entre déficit fiscal, emisión monetaria e inflación, pero en la que la causalidad va de inflación a déficit fiscal y a emisión y no al contrario….*
>
> *Así, en un mundo de dinero pasivo (donde la causalidad según el funcionamiento corriente de la economía va de precios a dinero) y con importante efecto Olivera – Tanzi (donde la causalidad de inflación a déficit fiscal y emisión es importante), tiene sentido*

preguntar si la inflación puede continuar luego de que se deje de emitir dinero.

El análisis del interrogante planteado se hace con ayuda de una identidad, que por consiguiente es siempre cierta, cuya expresión algebraica, convertida en igualdad (pudiendo, por consiguiente, ser cierta o falsa), resulta ser la teoría cuantitativa del dinero.

La identidad referida es la siguiente:

$$M * V = Q * P$$

Donde M = cantidad nominal de dinero existente en la economía; V = velocidad de circulación del dinero; Q = volumen físico de las transacciones (en el corto plazo proporcionales al volumen físico de la producción); y P = nivel general de los precios.

En términos de la identidad anterior, preguntar si los precios pueden aumentar sistemáticamente en un país donde la cantidad nominal de dinero no lo hace, es equivalente a preguntar si la velocidad de circulación del dinero puede aumentar sistemáticamente y/o si el nivel de producción real de dicho país puede disminuir sistemáticamente. Pues bien, en ambos casos la única respuesta posible es ***negativa****, porque ni la velocidad de circulación del dinero puede aumentar sistemáticamente (o, lo que es lo mismo, la demanda de dinero disminuir sistemáticamente), ni el nivel de producción de un país puede disminuir sistemáticamente.*

En el primer caso, porque dicha velocidad tiene" techos" tanto institucionales como prácticos. Los primeros como por ejemplo el hecho de que se necesita cierto tiempo para acreditar un cheque en una cuenta bancaria, en todo caso se refuerzan cuando se restringe la emisión monetaria, en tanto que los techos prácticos surgen del hecho de que si bien es cierto que hasta cierto punto se puede apurar el ritmo de pagos y las idas y venidas a las instituciones financieras, también dicho movimiento

tiene límites (cuando esto no ocurre, el sistema monetario del país simplemente se destruye, y los ciudadanos comienzan a utilizar para sus pagos monedas emitidas en otro país…).

Con respecto a la posible evolución del nivel de producción en una economía inflacionaria, desde el momento en que la cantidad nominal de dinero deja de aumentar la pregunta relevante es la siguiente: ¿Qué decide hacer finalmente un empresario que en el contexto mencionado sigue aumentando los precios y nota que –por efecto de la nueva política monetaria- el volumen físico de sus ventas disminuye cada vez más? Al comienzo puede seguir aumentando los precios, esperando que la disminución de las ventas sea transitoria y reemplazando los menores beneficios debido a caídas de ventas, por endeudamiento; sin embargo, un proceso de ventas cada vez menores y endeudamiento creciente esta claro que no puede durar indefinidamente, por lo que – si la restricción a la emisión monetaria continúa- en algún momento cabe esperar que, antes de quebrar, revise la decisión que está motivando la caída sistemática del nivel general de ventas y de producción, que no es otra cosa que revisar el aumento sistemático de los precios.

En consecuencia, es lógico pensar que cuando en una economía inflacionaria la cantidad nominal de dinero deja de crecer, puede ser que durante algún tiempo el nivel de actividad económica se resienta y que la velocidad de circulación del dinero aumente; no obstante, dada la existencia de techos y pisos en materia de modificaciones de la velocidad de circulación y producción real respectivamente eventualmente el aumento sistemático de precios se detiene, ¡ y nótese que a esta conclusión se arriba cualquiera sea la "causa" de la inflación analizada en el listado anterior!

Este razonamiento "monetarista" fundamenta la prescripción " ortodoxa" para luchar contra la inflación ("deje de emitir, aguante el ajuste, y sientese a esperar)….

Monetarismo es una expresión que profesionalmente se usa en más de un sentido, y que extraprofesionalmente se usa, por lo común, para denigrar al contrincante. En una conferencia organizada por la Royal Econnomic Society, sobre el tema, Laidler (1981) caracterizó al monetarismo por su preferencia por la teoría cuantitativa del dinero, el uso de la curva de Phillips ajustada por expectativas (adaptativas), el enfoque monetario de la balanza de pagos y el rechazo de las políticas de intervención para estabilizar la economía (esta última característica del monetarismo es destacada por Modigliani, 1977). El enfoque de Friedman sobre el rol de la política monetaria (su conferencia como presidente de la Asociación Americana de Economía, Friedman, 1968), constituye una nítida presentación monetaria.

Pinedo (1961) razona en estos términos. Sobre la cuestión de "dejar de emitir" es importante diferenciar entre si el Banco Central puede dejar de emitir o no su propio dinero, cuestión que se analizará luego al hablarse de la lucha contra la inflación, y aquella situación en la cual el Banco central efectivamente deja de emitir dinero, pero instituciones como los gobiernos provinciales con sus propios bonos) emiten sustitutos perfectos – o cercanos- del dinero. (23).

Es interesante ver que, la posición que acabamos de citar parecería dirigirse en el mismo sentido, en relación a las consecuencias que se seguirían de esta situación inflacionaria, y, por decirlo en sus palabras, *"cualquiera se la causa de la inflación…"*.

Pero siguiendo en el análisis del proceso de crisis, aquí es donde Mises considera que el papel de las expectativas juega un rol fundamental. El proceso toma otro rumbo diferente, precisamente porque las personas empiezan a pensar diferente.

Society is not sufficiently rich to permit the creation of new enterprises without taking anything away from other enterprises. As long as the expansion of credit is continued this will not be

noticed, but this extension cannot be pushed indefinitely. For if an attempt were made to prevent the sudden halt of the upward movement (and the collapse of prices which would result) by creating more and more credit, a continuous and even more rapid increase of prices would result. But the inflation and the boom can continue smoothly only as long as the public thinks that the upward movement of prices will stop in the near future. As soon as the public opinion becomes aware that there is no reason to expect an end to the inflation, and the prices will continue to rise, panic set in." (24).

Las expectativas de aumentos de precios, cuando percibida por la mayoría, impulsan una racional decisión de tratar de adquirir ahora, y a los precios actuales, toda aquella masa de bienes de consumo que, suponemos, luego será más cara, precisamente por los precios al alza.

En algún momento, (no importa determinar cuando con exactitud) y por alguna razón o combinación de motivos diferentes, (tampoco es relevante aquí ver cuales podrían ser esos motivos) las personas empiezan a sospechar que esta suba de precios y esta mayor demanda no se debe a que los individuos desean gastar más, y por ende pueden absorber cantidades mayores de bienes y servicios. Obsérvese que la decisión inicial de aumentar la inversión se fundamenta en una interpretación errónea: Pensar que la baja de la tasa de interés responde a un incremento del ahorro: Si esta fuera la situación real, la decisión de aumentar la inversión sería acertada. Cuando en realidad no lo es.

Tengamos presente lo que se estudia en los cursos de administración financiera de las empresas, es decir como se analizan estas decisiones según las técnicas adoptadas más comúnmente. Al respecto, también parece haber consenso en lo que Brealy y Myers explican en el párrafo siguiente:

De acuerdo con la teoría clásica, la obtención de fondos en préstamo se lleva a cabo con el propósito de comprar bienes de capital, con los que se logra incrementar la producción en lo futuro. Y precisamente como la mayor utilización de la mano de

obra da como resultado un producto marginal positivo pero decreciente, se suponía que el producto marginal del capital también decrecía mientras más grande fuese la inversión acumulada. En tal caso, el empresario tomará dinero prestado solo hasta el punto en que la productividad del capital así incrementado justifique el pago de intereses a la tasa vigente en el mercado. Si baja la tasa de interés, se justifica una mayor inversión. El esquema de obtención de fondos en préstamos (inversión) es pues una función decreciente de la tasa de interés.

En lo concerniente al esquema del préstamo (ahorro) de dinero, se afirmaba que la gente concedía mayor valor al consumo realizado en el presente que al que se deja para el futuro (es decir, demuestra una ***preferencia de tiempo*** *positiva), de modo que renunciará a alguna cantidad del consumo presente, es decir, ahorrará, solo si ello habrá de permitirle aumentar su consumo futuro, por encima de dicha cantidad, cosa que le será posible si percibe un rendimiento positivo de su ahorro. Además, la gente aumentará la cantidad de consumo actual a la que renuncia (es decir, incrementará su ahorro) solo cuando se entere de que puede prestar a una más elevada tasa de interés (para compensarse, así, del sacrificio del consumo corriente no incrementado). Esto significa que el esquema del préstamo es una función de pendiente ascendente de la tasa de interés.* (25)

La tasa de interés, ya de por sí baja, ante las expectativas inflacionaria alcanza niveles que, frente al incremento de los índices de precios, resultarían claramente en tasas de interés negativas: Esto es, en términos de Mises, que la gente huye del dinero: El dinero ahorrado ahora, no solo no permitirá un mayor consumo futuro: Es esperable que ni siquiera permita comprar en el futuro igual cantidad de bienes a la que podría accederse hoy.

"No one wants to keep his money, because its possession implies greater and greater loses from one day to the next; everyone rushes to exchange money for goods, people buy things they have

no considerable use for without even considering the price, just in order to get rid of the money". (26)

El incremento de los precios de los bienes, ocasionado por la expansión del dinero y del crédito impulsa a los consumidores a una huída del dinero, en su búsqueda por convertir todo saldo monetario en otro tipo de bienes que lo mantengan a salvo de esta estampida de precios, que, de otra manera, destruiría su poder adquisitivo.

Puesto en otros términos podríamos decir que, en cierto momento, la demanda de dinero cae. Al respecto, es interesante lo que dice Laidler, en su análisis de la posición de Friedman sobre la teoría cuantitativa:

> *"La contribución de Friedman a la teoría monetaria consiste, precisamente, en apartar la atención de los motivos que inducen a la gente a mantener dinero, y – dando por supuesto el hecho de que la gente mantiene dinero- en analizar detalladamente los factores que determinan la* ***cantidad*** *de dinero que la gente desea mantener en diversas circunstancias. Es decir, trata la demanda de dinero del mismo modo que cualquier economista trataría cualquier bien duradero en el caso de que se le pidiera que construyera un modelo de su demanda y, de este modo, formula una función de demanda cuya forma está pensada con la idea de que sea posible contrastar sus predicciones con la evidencia empírica.*
>
> *Friedman comienza postulando que el dinero igual que cualquier otro activo, proporciona un flujo de servicios a la persona que lo posee. Aparte de advertir que estos servicios provienen del hecho de que el dinero es una "fuente fácilmente disponible de poder de compra", no analiza detalladamente cuales son las necesidades que satisface. Todo lo que postula acerca de estos servicios es que, cuanto más dinero se mantiene, tanto menos valiosos serán los servicios prestados por el dinero respecto a los servicios prestados por los demás activos. Esto no es más que una aplicación particular del principio general de que la relación marginal de sustitución entre bienes de consumo es decreciente.*

Del mismo modo que en cualquier otra aplicación de la teoría de la demanda a un caso especial, el esfuerzo principal se pone en el análisis detallado de la naturaleza de la ecuación presupuestaria y en la elección de las variables relevantes para medir el coste de oportunidad de poseer dinero. Es evidente el hecho de que la riqueza es la restricción adecuada de la posesión de activos y, por lo tanto, de la demanda de dinero; también lo es el hecho de que la tasa del rendimiento que se puede ganar poseyendo activos distintos del dinero es el coste de oportunidad adecuado en este caso. Todo esto está muy claro en la obra de Marshall y Pigou, pero en ellos no se encuentra un estudio detallado de cual es la definición relevante de riqueza que se debe utilizar en el análisis de la demanda de dinero a un nivel empírico, o una lista precisa de cuales son las tasas de rendimiento alternativas relevantes que se deben considerar. Las contribuciones de Friedman se basan en esto. …

El coste de oportunidad de mantener dinero es la renta que se gana con la posesión de bonos, los dividendos (en el sentido de los bienes duraderos que proporcionan una renta de servicios a sus propietarios del mismo modo que las acciones) y también, la retribución del capital humano si éste se tiene en cuenta. El principio de que la relación marginal de sustitución entre el dinero y los demás activos es decreciente significa que la demanda de dinero disminuirá cuando suba el rendimiento de los demás activos.

Ahora bien, el rendimiento de los demás activos tiene dos componentes. En primer lugar, se debe considerar el ingreso en concepto de los intereses (o de los servicios) producidos por ellos, pero también se debe considerar de que manera se espera que varíen sus precios de mercado, puesto que la ganancia (o pérdida) de capital a que se renuncia forma parte del costo de oportunidad de la posesión de dinero, del mismo modo que los intereses. Como se ha explicado anteriormente, el precio de los activos que devengan intereses varía inversamente respecto al tipo de interés de mercado, por lo cual se puede utilizar el

porcentaje esperado de la tasa de cambio de este tipo de interés para medir el porcentaje esperado de ganancias o pérdidas de capital por la posesión de otros activos. La tasa de cambio porcentual de este tipo de interés es, evidentemente, de signo opuesto a la tasa de ganancia (o pérdida) de capital para cuya medición se utiliza, y se deberá restar del propio tipo de interés para obtener el rendimiento esperado del activo en cuestión; este rendimiento es a lo que se renuncia en el caso de haberse preferido la posesión del dinero a la del activo. …

Puesto que la tasa de rendimiento de los diversos activos fluctúa conjuntamente, la función de demanda de dinero se puede simplificar en gran medida seleccionando una tasa representativa que se colocará en el lugar de todas las demás en la función. Saber que tasa es la que puede representar mejor este papel es un problema empírico; de momento la llamaremos simplemente el "tipo de interés" y la incluiremos, igual que la tasa de cambio, en la función de demanda de dinero, dejando para más adelante el problema de encontrar el término empírico análogo. Si la tasa de rendimiento de la posesión de dinero fuera constante, podríamos dejar el tema en este punto, pero este no es el caso si puede variar el nivel de precios. Si el nivel de precios aumenta, el valor real de los fondos en dinero, considerados en términos nominales, debe disminuir y viceversa. Un aumento o un descenso del nivel de precios da lugar a un rendimiento de la posesión de dinero que, en el primer caso, será negativo y, en el segundo, positivo.

La tasa de cambio esperada del nivel de precios se debe interpretar como una tasa de rendimiento esperado de la posesión de dinero y, permaneciendo constante todo lo demás, cuanto mayor sea dicha tasa de rendimiento esperado por la posesión de dinero, tanto mayor será la cantidad poseída del mismo, y cuanto menor sea, tanto menor será la cantidad poseída. Así pues, la tasa de cambio esperada del nivel de precios se convierte en una variable potencialmente importante de la función de demanda de dinero. (27).

Esta sería la razón por la que, en un contexto inflacionario, estos autores también esperarían una huída del dinero.

En apoyo de la posición de Friedman podemos ver otras opiniones clarificadoras en relación a su aporte, y a la influencia posterior de este sobre las críticas al esquema Keynesiano. Al respecto, Ekelund y Hébert afirman:

> *"La teoría de la demanda de dinero de Friedman:*
>
> *En 1956 (durante el dominio absoluto de las ideas de Keynes en la comunidad académica), el economista de Chicago Milton Friedman publicó un conjunto de ensayos que ampliaban (y "contrastaban") la teoría cuantitativa del dinero (Studies in the Quantity Theory of Money). En su ensayo titulado "The Quantity Theory of Money: A Restatement" (incluído en los Studies), Friedman desarrollaba una nueva versión de la demanda de dinero. En forma funcional, la ecuación era:*
>
> $$m_d = \alpha\ (Y_p, w, i, P^*, P, u)$$
>
> *en que la demanda de dinero se considera función (α) de la renta permanente (Y_p), de la proporción entre riqueza humana y no humana (w), del tipo de interés nominal (i), de las variaciones esperadas de la tasa de variación del nivel de precios (P^*), del nivel de precios real (P9, y de la función de preferencia por el dinero frente a otros bienes (u). Friedman ofrece esta especificación como una teoría de la demanda de dinero, y se presenta en una forma contrastable.*
>
> *Una explicación de todas las variables independientes de la ecuación de Friedman nos llevaría muy lejos. (Se invita al lector interesado a ver el ensayo original). Pero algunos puntos relacionados con la ecuación son de primordial importancia.*
>
> *La reformulación de Friedman es esencialmente una teoría de la demanda de dinero, no una teoría de los precios, (como lo era la antigua versión de la teoría cuantitativa). En este aspecto, su*

aproximación a la teoría monetaria es parecida a la de Keynes. Sin embargo hay una diferencia importante. Lo que es singular en la reformulación de la teoría cuantitativa de Friedman es que él parte de una premisa básica de la teoría del capital: que la renta es el "rendimiento" del capital. Esto significa que el concepto de renta que Friedman utiliza en su construcción de la teoría cuantitativa no es la que utilizó Keynes en su modelo renta-gasto. Friedman llama "renta permanente" a su medida de la renta, lo que equivale a decir que trata la renta como valor actual descontado de una corriente de pagos que deriva de un stock de riqueza existente, incluyendo la riqueza humana. Esta última consiste en mejoras "cualitativas", tales como educación y adiestramiento. Keynes descuidó la riqueza casi por completo, lo que convenía al tipo de análisis a corto plazo que intentaba desarrollar. Pero cuando el énfasis se desplaza al largo plazo, la renta permanente es una variable más adecuada.

Friedman no argumenta que la demanda de saldos en efectivo o su recíproca, la velocidad, sea constante, como se implicaba en las primeras formulaciones, más simples. Más bien argumenta que la demanda de dinero es una función estable y predecible de variables independientes. Esto implica que el dinero es todavía la variable fundamental en la predicción de los precios y, como veremos, de las fluctuaciones de la producción y el empleo a corto plazo. En otras palabras, si la velocidad es predecible, las variaciones de la tasa de expansión monetaria explicarán las variaciones de la tasa de inflación (o deflación), así como las alteraciones de la producción y el empleo a corto plazo.

Aunque la evidencia estadística de Friedman es objeto de gran controversia, su papel como teórico monetarista importante es indiscutible. Sobre este punto, por lo menos otros teóricos monetarios importantes están de acuerdo. Harry Johnson ha escrito que "la aplicación que hace Friedman a la teoría monetaria del principio básico… de que la renta es el rendimiento del capital, y el capital es el valor actual de la renta, es probablemente el desarrollo más importante de la teoría

monetaria desde la teoría general de Keynes" ("Monetary Theory and Policy" p. 350). (28).

Pero volviendo a la teoría que nos ocupa, pareciera ser, además, que lo que Mises nos estaría advirtiendo aquí es que este proceso inflacionario desatado empezará a tener otras consecuencias: La más inmediata de las cuales sería la que afecta a la asignación de recursos. Es decir que, dado que los consumidores adoptan esta conducta de huída del dinero, para lo cual adquieren todo tipo de bienes, sin considerar demasiado si es lo que exactamente necesitarán en ese momento, y en las cantidades adecuadas, ni tampoco si el precio que abonan es el más ajustado obtenible, ya que los precios dejan de ser una información fiable, es lógico pensar que el esfuerzo laboral y los ahorros existentes se empezarán a dilapidar en usos menos convenientes y conducentes al bienestar.

Veamos algunas opiniones otras opiniones, en relación a las consecuencias del proceso inflacionario y su impacto en las decisiones de asignación de recursos:

"Distorsiones inducidas por la inflación:

Contrariamente a lo que sugieren los tratamientos simplistas, en economías inflacionarias los gobiernos hacen mucho más que simplemente recaudar impuesto inflacionario inyectando dinero en la economía mediante la compra de títulos públicos, el financiamiento del déficit fiscal o directamente "arrojando billetes desde un helicóptero".

En la práctica, en economías inflacionarias los gobiernos ***siempre*** *están haciendo "algo" para disminuir el aumento sistemático del nivel general de los precios. A veces ese algo es un ataque frontal (cuestión que abordaremos más adelante, en este mismo capítulo, cuando se analiza la lucha contra la inflación), y a veces (cuando el ataque no es políticamente posible, o mientras el país descansa entre lucha contra la inflación y lucha contra la inflación) ese algo consiste en la adopción de un conjunto de iniciativas que por sus efectos*

merecen ser calificadas como ***distorsionantes*** *(por eso decimos que la inflación es un problema no solamente porque es un impuesto).*

¿Por qué, en economías inflacionarias, los gobiernos aplican medidas distorsionantes? Para reducir ***como sea*** *la tasa de inflación. Debido al desprestigio político que implica, la obsesión política con la tasa de inflación es permanente (los presidentes que intentaron eliminar la hiperinflación, aún cuando lo lograron en forma transitoria, se convirtieron en "héroes". Transitorios, según las encuestas de popularidad). Los gobiernos, entonces, ponen en un platillo de la balanza el beneficio de una reducción,* ***como sea****, de la tasa de inflación, y en el otro los perjuicios que le causa a la economía el reducir la inflación* ***como sea****. Las medidas distorsionantes son aplicadas cuando dicho cálculo de beneficio-costo solo tiene en cuenta el cortísismo plazo.*

Vale la pena aclarar, a través de un ejemplo, que se entiende por distorsión en el análisis económico. Sobre la base de su ingreso y de los precios que enfrenta, el consumidor maximizador elige aquella alternativa factible que le produce mayor nivel de bienestar. El nivel de bienestar está libre de distorsiones si el ingreso que recibe el consumidor surge del mejor uso posible de sus talentos laborales, y los precios que paga surgen de un mecanismo competitivo entre los que pretenden abastecerlo (por tal motivo no son distorsiones que trabaje menos porque quiere, pague más porque se perdió la cosecha, o pague menos por la mayor oferta debida al avance tecnológico).

En este contexto se califica como distorsión a cualquier hecho que, afectando la decisión del consumidor, le impide alcanzar el nivel de bienestar al que podría acceder en ausencia de tal hecho, es decir, enfrentando solo las restricciones "reales". Ejemplo: Un consumidor que en una economía inflacionaria tiene que destinar parte de su tiempo a pensar cuándo va a ser la próxima modificación del tipo de cambio nominal a efectos de

minimizar las pérdidas por devaluación, vive peor que el consumidor equivalente, en una economía con estabilidad de precios, que no tiene que pensar nada al respecto.

Como se verá a continuación, la enorme mayoría de las iniciativas (o quizás todas) que adoptan los gobiernos en economías inflacionarias, cuando sienten la necesidad de hacer "algo" pero no se animan a luchar frontalmente contra la inflación, son distorsionantes según la definición anterior. Al respecto es útil diferenciar entre los comportamientos por omisión y los comportamientos por acción (los primeros se refieren a las iniciativas que el gobierno debería tener, dada la existencia de la inflación, pero que de hecho no tiene, o las tiene tarde y mal, en tanto que los segundos tienen que ver con las iniciativas que el gobierno no debería tener, dada la existencia de la inflación, pero que de hecho tiene, y que corrige tarde y mal). A ello hay que agregar el impacto en sí mismo que tiene este activismo gubernamental, inducido por la inflación, sobre el acortamiento del horizonte decisorio del sector privado de la economía.

a. Comportamiento por omisión. En presencia de inflación el gobierno actúa por omisión cuando no hace, plenamente y a tiempo, aquello que debería hacer. El ejemplo más significativo de comportamiento por omisión es el sistema impositivo. En la Argentina demoró décadas la introducción de la corrección monetaria en el sistema de determinación y liquidación de impuestos, y nunca se pudo lograr en forma plena. El efecto Olivera – Tanzi (que será analizado en detalle en la sección dedicada a la lucha contra la inflación), señala, precisamente, las implicaciones que tiene en una economía el hecho de que, cuando el sistema impositivo no está plenamente indexado, el aumento de la tasa de inflación reduce el valor real de los ingresos del sector público sin un cambio en la legislación ni en el grado de cumplimiento formal, por parte de los contribuyentes, de las obligaciones impositivas.

La Argentina padece inflación "propia" desde 1948, cuando en otros países la tasa de inflación regresó a niveles parecidos a los existentes antes de la Segunda Guerra Mundial, en tanto que en la Argentina no sólo no se redujo sino que comenzó a aumentar en forma sostenida. Pues bien, recién en 1972 se introdujo sistemáticamente, aunque solo en el caso de los bienes de uso, el ajuste por inflación en los balances de las sociedades, y hubo que esperar hasta fines de la década de 1970 para que surgiera el "ajuste integral" de los estados patrimoniales y de resultados de las empresas. Belonzercovsky, Ribas y Johansen (1969), así como Halperín (1975), calcularon el impacto que sobre la tasa efectiva de impuesto aa las ganancias tiene la falta de reconocimiento de la inflación dentro del sistema impositivo.

El sistema impositivo es el ejemplo más significativo de comportamiento por omisión, pero ciertamente no el único. Otro ejemplo importante es el de la justicia. Refiriéndonos una vez más a la Argentina, pasaron décadas de inflación sostenida y creciente antes que el sistema judicial admitiera que en un país donde los precios suben sin cesar, la "verdadera justicia" exige que al liquidar el monto del litigio, se lo ajuste por inflación.

¿Por qué es distorsionante el comportamiento por omisión en casos como el impositivo y el judicial? Porque al hacerlo más atractivos desde el punto de vista de la maximización individual, inducen comportamientos distorsionantes, como diferir lo más que se pueda el pago de los impuestos e ir a juicio aunque se sepa que no se tiene razón, puesto que de cualquier manera el monto que haya de pagarse va a resultar inferior, en términos reales, al que había que pagar originalmente.

b. Comportamientos por acción. El comportamiento por acción típico es el control directo del valor nominal de una o más variables (control del nivel nominal en el caso de los congelamientos, control de la variación nominal en el caso de esquemas de "precios administrados").

En la Argentina, entre 1943 y 1959 los alquileres aumentaron 28 % (¡no por año, sino en total!), mientras que durante el mismo período la tasa de inflación alcanzó a 22, 6 % anual (lo cual implica que al final del período el valor real del alquiler se había reducido al 4.5 % del valor inicial); entre 1950 y 1976 la tasa de interés pasiva fue, en promedio, - 18,9 % real anual, lo cual implica que en 1976 el depositante tenía, en términos reales, solamente el 0,3 % de lo que depositó al comienzo del período; por último, en 1955 el valor real de las tarifas públicas de electricidad y gas en la Argentina era de 44 y 27 % con respecto a los respectivos valores en 1945.

La influencia de los controles directos de precios sobre la tasa de inflación fue analizada por Moyano Llerena (1958), Dadote e Ingaramo (1987) y en el caso de la veda de carne vacuna, por Roca y Gaba (1973).

Los ejemplos citados no ilustran lo que ahora se denomina "el ataque heterodoxo al componente inercial de la inflación", cuestión que trataremos más adelante, en este mismo capítulo, cuando nos ocupemos de la lucha contra la inflación; los ejemplos citados ilustran el cambio de precios relativos que enfrenta el consumidor que vive en una economía inflacionaria y que no tiene una base real (la pérdida de una cosecha, un cambio tecnológico, etc), sino que proviene de la obsesión gubernamental por la tasa de inflación.

Este cambio de precios relativos es distorsionante en el sentido de que el gobierno "recuesta" (o "ancla") la economía sobre un precio nominal, pero como el resto de los recios sigue subiendo (aunque a menor ritmo que el que existiría si no hubiera ancla), se genera un deterioro en el valor relativo del ancla, que como no tiene base real obliga eventualmente a abandonarla y recostar el sistema económico sobre otra ancla, todo lo cual introduce elementos extraños al funcionamiento de los mercados, que exacerban la demanda y limitan la oferta, y que terminan en la destrucción lisa y llana de los respectivos mercados (como el de

alquileres o el sistema financiero en la Argentina, que dieron lugar a la aparición de segmentos "marginales", cada vez más importantes en los que (no) se cumplen los controles), o en el financiamiento de los déficit resultantes con fondos de la Tesorería y el Banco Central (como en el caso de las tarifas públicas).

c. El achicamiento del horizonte decisorio en economías inflacionarias. La inflación como impuesto, pero particularmente el referido comportamiento gubernamental inducido por la tasa de inflación, producen el achicamiento del horizonte decisorio en el sector privado (en la Argentina denominado "cortoplacismo"), un aspecto fundamental de los costos de la inflación.

¿Cuál es la tasa esperada de inflación en ausencia de nuevas medidas de política económica?; ¿Cuál puede ser la reacción gubernamental ante dicha tasa esperada de inflación (por agotamiento del esquema existente, por una nueva iniciativa destinada a producir mejores resultados)?; y, consecuentemente, ¿Cuál debe ser el correcto posicionamiento empresario frente al esperado cambio de la política económica? Estos son interrogantes que en economías inflacionarias determinan, en buena medida, no solamente la tasa de ganancias sino hasta la existencia misma de la empresa.

Por lo tanto, en economías inflacionarias los responsables de las empresas destinan una parte considerable de su tiempo y energías a tratar de averiguar "donde están parados" en términos del funcionamiento de la economía en su conjunto, energías que desde luego se sustraen al tratamiento de objetivos específicos, como el de averiguar si a la gente le gusta comer caramelos sueltos o envueltos, en el caso de un fabricante de caramelos. Esta distracción de energía, perfectamente justificada desde el punto de vista individual, constituye un desperdicio de recursos desde el punto de vista del funcionamiento de la economía en su conjunto y, consecuentemente, debe ser

computada como otra razón por la cual la inflación es un problema. (29).

La descripción que hace el autor argentino, que consideramos es un perfecto reflejo de la situación que explica más adecuadamente el estancamiento, la destrucción de capital y ahorros y la falta de crecimiento de Latinoamérica en la segunda mitad del siglo XX, así como la recurrencia de situaciones de crisis que no responden a un patrón temporal definido, (por lo cual preferimos no llamarlas "fluctuaciones cíclicas", sino simplemente fluctuaciones recurrentes), nos muestra también claramente, a nuestro juicio la fenomenal distorsión de información que sufren los individuos que toman decisiones de asignación en una economía, del mismo modo que nos advirtiera Mises. Esta distorsión genera asignaciones de recursos totalmente erróneas e ineficientes. El esfuerzo productivo de todos los sectores de una economía se dilapidan. El proceso de formación de capital, imprescindible para el aumento de la productividad y la mejora del nivel de vida se revierte completamente, deviniendo en un proceso de destrucción de capital, con su correlato de caída de la productividad por unidad de insumo, y deterioro acelerado del nivel de vida. Esto último produce, en el largo plazo la destrucción de las estructuras de formación de recursos humanos, que al empobrecerse no pueden siquiera mantener los niveles de capacitación: Muy por el contrario pierden la capacidad de educar sus destrezas y capacidades individuales, lo que los vuelve a hacer más improductivos y por ende más pobres.

Pero lo esencial aquí es entender que, luego de un cierto período, (y el largo solo influirá en la profundidad del problema), el daño **ya está hecho.** La economía no puede evitar el colapso. Ningún plan de economía positiva puede mantener una senda de crecimiento y estabilidad en este contexto. No hay medidas "adecuadas" para paliar o amortiguar la crisis. Sencillamente por que las decisiones de asignación de recursos que se han tomado son equivocadas y deberán, necesariamente ser revertidas. Y esta reversión nunca es gratuita ni sencilla: Afecta intereses particulares, en tanto y en cuanto hay estructuras de producción completas que deben ser dadas de baja.

Muchas de ellas ni siquiera han comenzado a producir aún. Otras muchas, sino la inmensa mayoría se han financiado con ahorros de otras personas, que se ven así condenadas a la ruina. Intentar mantener el estado de cosas sin variantes no es posible:

> *"If, on the contrary, the banks decided to halt the expansion of credit in time to prevent the collapse of the currency and if a brake is thus put on the boom, it will quickly be seen that the false impression of "profitability" crated by the credit expansion has led to unjustified investments.*
>
> *Many enterprises or business endeavors which had been launched thanks to the artificial lowering of the interest rate, and which had been sustained thanks to the equally artificial increase of prices no longer appear profitable. Some enterprises cut back their scale of operation, others close down or fail. Prices collapse; crisis and depression follow the boom. The crisis and the ensuing period of depression are the culmination of the period of unjustified investment brought about by the extension of credit. The projects which owe their existence to the fact that they once appear "profitable" in the artificial conditions created on the market by the extension of credit and the increase in prices which resulted from it, have ceased to be "profitable". The capital invested in these enterprises is lost to the extent that is locked in". The economy must adapt itself to these losses and to the situation that they bring about. In this case, the thing to do, first of all, is to curtail consumption and, by economizing, to build up new capital funds in order to make the productive apparatus conform to the actual wants and not to the artificial wants which could never be manifested and considered as real except as a consequence of the false calculation of "profitability" based on the extension of credit".* (30)

Un estudiante actual que tome contacto por primera vez con este enfoque austriaco, luego de haber pasado por varios cursos de economía ortodoxa podría verse tentado a considerar al enfoque Misesiano como "Monetarista". E intentar alinearlo con ideas que se

consideran aportes recientes, concretamente nos referimos a las ideas de lo que hoy se conoce como la escuela de Chicago.

Este sería un error de apreciación. Debe evitarse la confusión que se producirá toda vez que se pretenda afirmar que por un lado está la "ortodoxia", (que pareciera más identificada con el keynesianismo….), y por el otro lado están estas "ideas pretendidamente innovadoras", (y porque no tildarlas de aisladas u originales o, incluso equivocadas), de la escuela austriaca. Que las ideas de Mises tiene un fuerte consenso entre todos los economistas que lo precedieron puede ilustrarse con esta opinión:

> *"A pesar de una notable falta de unanimidad en las primeras formulaciones de la teoría cuantitativa, todas ellas postularon una relación más o menos directa entre el dinero y los precios. Con unas pocas y notables excepciones como las de Locke y Thornton, ningún autor asignó un papel explícito al tipo de interés como determinante importante de la actividad económica. Por otra parte, la teoría cuantitativa no era totalmente mecánica, puesto que los aumentos de la cantidad de dinero fueron vistos por Cantillon, Thornton, Ricardo y Mill como algo que influía en la demanda de mercancías y, a través de una mayor demanda, elevaba los precios.* (31).

Pero efectivamente es correcto sindicar a Thornton, por su clara comprensión del fenómeno de la expansión del crédito. Recordemos cuando decía:

> *"Es cierto que los medios de pago circulantes del continente, como los nuestros, varían en su valor. Sin embargo, ambos oscilan normalmente dentro de ciertos límites; y puede considerarse que ambos fluctúan exactamente en la misma medida en que su valor difiere del valor del lingote. Afirmar que el lingote varía su precio, es admitir que existe una alteración en el valor general de cambio de un artículo, que constituye el valor monetario del mundo.*

Basándonos en estas observaciones dividiremos nuestro tema en dos vías de investigación: primera, preguntándonos ***hasta que punto nuestro crédito papel puede haber elevado el precio de nuestros bienes*** *en Gran Bretaña, haciendo que su precio corriente aquí (es decir, su precio tanto en papel moneda como en moneda acuñada por los británicos) sea más alto que su precio en lingote; y segunda, preguntarnos también* ***en que medida puede suponerse que el precio en lingote de nuestras mercancías aquí*** *(es decir, su valor a cambio de lingote, o metal precioso en barras, considerado como mercancía)* ***ha subido debido al crédito papel de Gran Bretaña****.*

Con respecto a la primera pregunta, la máxima influencia que puede haber tenido un exceso de crédito papel en la subida del precio corriente de las mercancías en Gran Bretaña, por encima del precio en lingote, debe medirse por la diferencia que ha existido entre el precio de mercado del oro y su precio de acuñación; o lo que es casi igual, por la fluctuación del estado de nuestros tipos de cambio generales. Esta diferencia o fluctuación nunca ha sido superior al diez o doce por ciento. Sin embargo, incluso esta variación, acertadamente no ha estado vinculada a una emisión demasiado grande d papel moneda, sino más bien a las circunstancias particulares del país; y en especial, a nuestras dos malas cosechas, que dan cuenta suficiente del estado desfavorable de nuestros tipos de cambio.

La segunda pregunta es, ***en que medida puede suponerse que el precio en lingote de nuestras mercancías ha subido debido a la influencia del crédito papel*** *de Gran Bretaña.*

Ya hemos afirmado anteriormente que el precio en lingote de los artículos puede considerarse como su precio general: porque el lingote necesariamente tiene en ese país ese valor, o casi ese valor, a cambio de bienes, que tiene en todos los demás países, deducidos los gastos de su transmisión, inclusive los derechos de exportación e importación, los beneficios ordinarios del comerciante, el flete, el seguro, y otros cargos habituales. El

gasto de transporte de las mercancías desde los diversos sitios desde donde se cultivan o producen, que en algunos casos es grande y en otros, pequeño, es la medida de la diferencia entre los precios en lingote de los mismos artículos, en el mismo momento, en diferentes lugares del mundo. Cada incremento de esa diferencia implica una ganancia extra sobre el transporte de lingotes o de bienes; y debe darse por sentado que hará que uno u otros se transporten en cantidades suficientes como para reestablecer su debido precio relativo. Por tanto, cada subida en Gran Bretaña del precio en lingote de aquellos bienes que acostumbra a exportar, suponiendo que las exportaciones continúen siendo las mismas, significa un aumento igual, o casi igual, del precio en lingote de todos los artículos de la misma clase en todos los sitios del extranjero donde se venden nuestras mercancías.

Gran Bretaña lleva la delantera en la industria y el comercio de forma tan extraordinaria, que puede considerarse con justicia que tiene el poder, especialmente en tiempos de guerra general, de fijar el precio al que los países extranjeros comprarán las mercancías británicas.

Sin embargo, ese monopolio de la oferta, que estoy suponiendo que posee Gran Bretaña, probablemente sea transitorio e imperfecto en todo sentido. En la mayoría de sus ventas al extranjero se encuentra con una fuerte competencia; porque, aunque otros países no pueden alcanzar la calidad de sus productos, generalmente pueden proporcionar un sustituto que, si los precios británicos suben mucho, obtendrá preferencia por ser comparativamente más barato. Cada aumento considerable del costo de nuestros artículos hace descender su demanda por parte de los extranjeros. Reduce nuestras exportaciones y aumenta nuestras importaciones. Al volver en contra nuestra la balanza comercial, y hacer que nuestros tipos de cambio sean desfavorables, provocará que la subida en el interior del país sea una subida no del precio en lingote de nuestros artículos,

tema que estamos analizando ahora, sino de su precio corriente o en papel, punto al que nos hemos referido anteriormente. (32).

Pero volvamos a las recomendaciones de Mises. Y obsérvense aquí dos aspectos fundamentales:

El primero: la recomendación de lo que debe hacerse, una vez alcanzado este punto: Disminuir el consumo y generar nuevo ahorro genuino, para reemplazar el capital que ha sido destruido por haber sido mal asignado a proyectos que no solo ya no son rentables, sino que incluso, son invendibles.

Esta idea de recomponer el capital y ser muy prudente en la asignación del capital remanente, asumiendo una política crediticia restrictiva es lo que Dornbusch observa que se realizó en los Estados Unidos durante la recesión de 1990-1991:

"Destaca el hecho de que en el período 1990-1991 el FED gestionó la política monetaria casi enteramente utilizando como punto de referencia los tipos de interés. …

Esta recesión tuvo otra característica especial: la idea de que era excepcionalmente difícil conseguir crédito. Incluso antes de que comenzara la recesión, los ejecutivos de las empresas y los responsables de la política económica se quejaron de la dificultad de conseguir préstamos. El recorte crediticio – la renuencia de los bancos y de las cajas de ahorro a conceder préstamos- parece que empeoró a medida que proseguía la recesión. El volumen de préstamos bancarios disminuyó en la recesión, lo que confirmó la existencia del problema[*].

[*] *Ben Bernanke y Sara Lown, "The Credit Crunch", Bookings papers on Economic Activity, 2, 1991. Vease también el número especial sobre la disminución del crédito publicado en Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, primavera, 1993.*

¿Por qué se produjo este recorte? Las autoridades bancarias preocupadas por las quiebras bancarias, endurecieron sus

criterios, tratando de asegurarse de que los bancos no concedían préstamos desacertados, ante lo cual estos tendieron a primar la seguridad, invirtiendo en títulos públicos en lugar de conceder préstamos a empresas. (33).

Volviendo a las recomendaciones de Mises: El segundo aspecto: Asumir las pérdidas y adaptar las estructuras de producción al stock de capitales disponibles en la actualidad. Porque dado que el valor de una estructura de producción depende de las posibilidades de flujos de fondos positivos futuros, si el costo financiero incrementado, sumado a toda la estructura de costos supera el monto de los ingresos esperables, esa estructura de producción vale cero. No tiene ningún valor.

Por otra parte, debemos ser concientes de que no todas las decisiones de política macroeconómica futuras pueden tomarse en un ámbito de holgura ni de discrecionalidad: El estado enfrentará una coyuntura muy compleja: Destrucción de ahorros. Incumplimiento de contratos. Dramática caída del stock de capital. Suspensión de planes de inversión, que impulsan despidos. Necesidad de liquidación de inventarios producidos y acumulados, por caída de las ventas y por cada vez mayor necesidad de financiamiento de estos mismos inventarios crecientes. Por ende más desempleo.

Esta masiva tendencia al gasto, o mejor aún, al des-ahorro, es decir a consumir no solo el total del ingreso, sino, incluso, cantidades mayores, a cuenta de ahorros propios o incluso de terceros, como sería en el caso de consumo financiado por créditos, iniciará una reducción, que paulatinamente será significativa, del mercado de fondos prestables a disposición del público. Frente a ello, los banqueros se ven urgidos a elevar la tasa de interés, en la búsqueda de rescatar los fondos prestados. Recordemos que, en presencia de encajes fraccionales, como es la situación en la inmensa mayoría de las economías modernas, un retiro masivo de depósitos puede poner a las entidades financieras en una situación de aguda iliquidez que las fuerce a la liquidación. Para evitar esto, los banqueros intentan rescatar rápidamente la mayor parte de los fondos prestados. Y es por ello que elevan fuertemente las tasas de interés, para forzar cancelaciones de créditos.

Bien, la crisis sobrevendrá inevitablemente. Es difícil decir concretamente cuando, ni tampoco se pueden determinar ciertos indicadores que en forma inequívoca nos permitan abandonar el barco antes de que estalle. Lo cierto es que el proceso se gatillará en tanto y en cuanto más cantidad de personas perciban este movimiento ascendente de los precios y precisamente por esta razón: En un principio, y mientras los precios suban suavemente y no sean muchos los que tienen expectativas inflacionarias, el proceso puede seguir acumulando presión suavemente.

Pero este aumento artificial del nivel de actividad requiere del crédito, porque, como ya fue dicho, no se debe a una mayor productividad generada por un cambio tecnológico, sino a una caída en la tasa de interés, que ha hecho factibles proyectos de inversión que, de otra forma, a los niveles de tasa de interés que reflejen el nivel de ahorro existente no serían rentables. Y dado precisamente que es por esta causa, una caída del volumen de fondos prestables, o un aumento de la tasa de interés, o ambos simultáneamente, le darían un golpe mortal a todo el proceso.

Como dijimos, es muy difícil, políticamente, lograr que este punto se acepte. Sin ninguna duda va a ser mucho más fácil encontrar voces que propongan seguir otorgando créditos, redescuentos al sector financiero, financiación al consumo, etc, para no “generar” una recesión, como si la recesión pudiera ser un efecto de las políticas que se deben aplicar de aquí en más, una vez llegado a este punto, es decir con posterioridad a todo el lapso en que se sufrió la expansión del crédito. Y no, como lo es en realidad, un efecto de la necesaria catarsis que se deberá dar para que los precios vuelvan a niveles compatibles con la producción y la productividad de la economía. Y la tasa de interés vuelva a reflejar la preferencia temporal de los individuos, el riesgo y el stock de capital remanente que ahora se pueda recuperar.

Una forma ortodoxa de medir porque no se deben rescatar las empresas en problemas y porque simplemente se debe dejar, tal y como afirma la teoría en estudio, que el mercado haga su limpieza es el enfoque muy contemporáneo de “Economic Value Added”

En el mismo se plantea la enorme importancia que tiene para el bienestar de los individuos y el crecimiento de la sociedad, que se desarrollen mecanismos de toma de decisiones y de asignación de recursos que apunten a una maximización del valor de las estructuras de producción. De su estudio puede deducirse el porque, cuando las distorsiones de precios relativos generadas por la expansión del crédito y la inflación fuerzan cursos de acción diferentes a los que se hubieran adoptado en ausencia de estas políticas, la sociedad se empobrece y el crecimiento se estanca, destruyéndose riqueza y ahorros. Al respecto Bennett Stewart dice:

> *"It is easy to forget why senior management´s most important job must be to maximize its firm´s current market value. If nothing else, a greater value rewards the shareholders who, after all, are the owners of the enterprise. But, and this really is much more important, society at large benefits too. A quest for value directs scarce resources to their most promising uses and most productive users. The more effectively resources are deployed and managed, the more robust economic growth and the rate of improvement of our standard of living will be. Adam Smith´s invisible hand is at work when the investor´s private gain turns into a public virtue. Although there are exceptions to this rule, most of the time there is a happy harmony between creating stock market value and enhancing the quality of life. …*
>
> *Managenment should focus on maximizing a measure called economic value added (EVA), which is operating profits less the cost of all of the capital employed to produce those earnings. EVA will increase if operating profits can be made to grow without tying up any more capital, if new capital can be invested in projects that will earn more than the full cost of the capital and if capital can be diverted or liquidated from business activities that do not provide adequate returns. It will be reduced if management fritters away funds on projects that earn less than the cost of capita or passes over projects likely to earn more than the cost of capital. …*

> *Carrying this concept to a higher level, projecting and discounting EVA for an entire company automatically sums the net present value of all of the firm´s past and projected capital investment projects. The sum accounts for the company´s market value premium to capital employed (which is simply the total of all investments the company has made to date). A company for which projected EVA discounts to, say, $ 100 million, and which currently employs $ 500 million of capital, has an intrinsic market value of $ 600 milloion. This relation tells us that if its EVA is expected to be positive, a company has added value to the out –of – pocket cost of the resources drawn into the firm; if EVA is projected to be negative, value has been destroyed. EVA, in short is the fuel that fires up a premium in the stock market value of any company or accounts for its discount.* (34).

Para dejar algo más en claro como deben tomarse las decisiones de asignación de recursos en una sociedad, enfatizamos en los enfoques que plantean que estas deben ser analizadas desde la base, es decir desde la decisión micro-económica, empresarial, de los hombres de negocios. Volvemos al *"típico punto de vista del hombre de negocios, actualmente el punto de vista de los contables, y antiguamente el punto de vista de los comerciantes"* tal como decía Sir John Hicks en nuestro epígrafe. (35).

Pero para remitirnos a un enfoque más actual, absolutamente de hoy en las escuelas de Administración de Negocios, queremos mencionar lo que dice Rappaport:

> *"Las estrategias creadoras de valor son las que producen más rendimiento que el que demandan los mercados de capitales y, por tanto, generan valores actuales netos positivos. Este objetivo de creación de valor lo logran las empresas capaces de captar en los mercados de capitales fondos a tipos de interés competitivos para luego invertirlos para aprovechar las imperfecciones de los mercados de productos. Por ejemplo, una empresa líder situada en un determinado sector puede aprovecharse de las elevadas barreras existentes para entrar en él debidas a factores tales*

como economías de escala, diferenciación de productos, costes elevados de cambio de proveedor, necesidades considerables de capital y una política estatal favorable.

Evidentemente, es mucho más fácil hablar de invertir para lograr rendimientos superiores que lograr ese resultado. La mayoría de las empresas que operan en sectores muy competitivos y con productos corrientes no es probable que consigan rentabilidades superiores. A menudo, los sectores más nuevos, inicialmente alcanzan rendimientos superiores, atraen a nuevas empresas participantes, lo que da lugar a un exceso de capacidad, competencia de precios, y, finalmente, rendimientos más bajos para todas las empresas partícipes del sector.

El método de la renta anual perpetua para calcular el valor residual se basa en esta dinámica competitiva. Fundamentalmente se basa en el supuesto de que una empresa que es capaz de generar rendimientos superiores al costo de capital, (es decir, rendimientos que generan plusvalía), acabará por atraer más empresas competidoras, cuya entrada en el negocio hará bajar los rendimientos hasta el mínimo aceptable, o hasta la tasa de coste del capital. Concretamente el método de la renta anual perpetua supone que después del período de crecimiento del valor o período de previsión, la empresa obtendrá, como mínimo, el costo del capital invertido en nuevas inversiones. Otra forma de expresar esta idea es decir que, al cabo del período de previsión, la empresa invertirá, como media, en estrategias cuyo valor actual neto sea nulo. (36).

Como dijimos, unos más y otros menos, pero todos los proyectos de inversión requieren de un lapso de tiempo desde su inicio hasta que se encuentran con capacidad de producción y pueden generar repago para las obligaciones financieras con las que se han financiado. Por ende, todo proyecto que se halle en una etapa intermedia, no tiene aún capacidad de generar fondos para amortizar las deudas contraídas, pero tampoco puede continuarse a las actuales, más elevadas tasas de interés, ya que su rentabilidad se ha convertido en negativa. A eso

debemos agregar el hecho de que, generalmente, y en mayor medida en tanto y en cuanto sean más específicas, las formas que adoptan las estructuras de capital no son absolutamente flexibles. No se pueden destinar ciertos bienes de capital a usos alternativos. Razón por la cual se fuerza un proceso liquidativo a valores que, ciertamente, se encuentran muy por debajo de los montos invertidos. Así se generalizan los incumplimientos: las empresas no pueden devolver la totalidad de los fondos tomados. Los ahorristas pierden ingentes sumas de capital. Los bancos quiebran. Las empresas y proyectos de inversión se liquidan y una proporción enorme de ahorros queda esterilizado en usos que no son rentables, ni son recuperables, ni productivos: Se evidencia claramente el gravísimo problema de asignación de recursos que la manipulación de un precio ha generado. Uno de los precios más importantes para la toma de decisiones: La tasa de interés.

Otro aspecto de enorme importancia para la cabal comprensión del fenómeno está dado en la influencia de la inflación sobre la tasa de interés real. Aunque la tasa de interés, una vez iniciada la crisis, empiece a crecer, y aún en el caso en que lo haga en forma nominalmente significativa, esta situación no deseada de subsidio del crédito, es decir de tasas de interés artificialmente bajas se agrava al dispararse la inflación: Esto es así ya que la suba de precios es un premio al prestatario que invierte en stock: Toda suma que un empresario capte mediante el crédito, y que luego destine a la compra de bienes para su venta posterior, puede sin dudas generarle una importante ganancia si los precios de estos bienes suben con posterioridad a la compra, pero antes de la venta. Los comerciantes perciben esto y se acostumbran a endeudarse para acopiar mercaderías que luego venden a mayores precios. Parte de esta ganancia inflacionaria paga la tasa de interés del préstamo, por lo cual, aún en el caso de tasa nominales elevadas, si la tasa de inflación es alta podríamos incluso estar en presencia de tasa reales de interés negativas. Y en este caso el capitalista que prestó ve que parte de sus ahorros son pulverizados por el proceso inflacionario.

> *“During the period of credit extension , it is true that the banks progressively raised the rate of interest; from a purely*

arithmetical point of view it ends up higher than it had been at the beginning of the boom. This raising of the rate of interest is nevertheless insufficient to reestablish equilibrium on the market and put a stop to the unhealthy boom. For in a market where the prices are rising continually, gross interest must include in addition to interest on capital in the strict sence_-i.e., the net rate of interest- still another element representing a compensation for the rise in prices arising during the period of the loan. If the prices rise in a continuous manner and if the borrower as a result gains a supplementary profit from the sale of the merchandise which he bought with the borrowed money, he will be disposed to pay a higher rate of interest than he would have paid in a period of stable prices…" (37).

Conclusión:

En este breve trabajo hemos intentado hacer una reseña, paso a paso, de la descripción que la Teoría Austriaca del Ciclo realiza, con el objetivo de describir el fenómeno de las fluctuaciones que, recurrentemente y en las economías modernas sufre la senda de crecimiento de la actividad económica. Y paralelamente, frente a cada una de las consideraciones, tanto en términos descriptivos, como causales o consecuenciales, hemos querido aportar, simultáneamente, las opiniones o enfoques relacionados que se encuentran tanto en lo que actualmente es la corriente principal, como en lo que se conoce como la ciencia de las finanzas corporativas o empresariales. Es nuestra intención que, a partir de esta breve investigación, pueda surgir el interés en un estudio más profundo, una mayor difusión, y nuevas aportaciones a la mencionada Teoría .

Bibliografía:

1) Hicks, Sir John R: *"Capital and Time. A Neo-Austrian Theory"* Oxford University Press. Oxford, 1973. Trad. *"Capital y Tiempo"*. Fondo de Cultura Económica. México 1976. pp. 21-22 ISBN: 968-16-0448-2

2) Hicks, Sir John R: *"Capital and Time. A Neo-Austrian Theory"* Oxford University Press. Oxford, (1973). Trad. *"Capital y Tiempo"*. Fondo de Cultura Económica. México 1976. p. 9 ISBN: 968-16-0448-2

3) Spiegel, Henry W., *"The Growth of Economic Thought"*, trad.: *"El desarrollo del pensamiento económico"*. Ediciones Omega: Barcelona 1996. ISBN: 84-282-0355-5. pp. 362 y 363.

4) Spiegel, Henry W., *"The Growth of Economic Thought"*, trad.: *"El desarrollo del pensamiento económico"*. Ediciones Omega: Barcelona 1996. ISBN: 84-282-0355-5. p. 685.

5) Say, Jean Baptiste *"Traité d´Economie Politique"* , (1841) trad. *"Tratado de Economía Política"*, Fondo de Cultura Económica: México, 2001. ISBN: 968-16-6278-4. pp. 93 y 94.

6) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 25.

7) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 27.

8) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade*

Cycle and Other Essays" compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 26.

9) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 26.

10) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 28.

11) Cole, Julio H, *"Dinero y Banca"* Editorial Diana, Méjico 1992. p 67.

12) Cole, Julio H, *"Dinero y Banca"* Editorial Diana, Méjico 1992. Cap 4.

13) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 28.

14) Dornbusch, Rudiger; Fischer, Stanley; Startz, Richard, *"Macroeconomics"*, Trad.: *"Macroeconomía"* Novena

Edición. McGraw Hill/Interamericana de España, SAU, Méjico, 2005, ISBN: 84-481-4181-4. Pp. 458 - 459

15) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 28.

16) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 28.

17) Fischer, Stanley; Dornbusch, Rudiger; Schmalensee, Richard: *"Economics":* Trad.: *"Economía"* McGraw Hill / Interamericana de España SA , segunda edición, Madrid 1988. ISBN: 84-7615-370-8, p 711 y 712.

18) Keynes, John Maynard: *"The general theory of employment, interest and money"* Trad: *"La teoría general de la ocupación el interés y el dinero"* Fondo de Cultura Económica SA de CV, Primera Reimpresión, Buenos Aires 1992. ISBN: 950-557-130-5, Cap 11 p. 125.

19) Hansen, Alvin H, *"Arzliche Seelsorge"* Trad.: *"Guía de Keynes"*. Fondo de Cultura Económica. Quinta Reimpresión. México 1970 p. 105 – 106.

20) Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. *"Principles of Corporate Finance"* Trad.: *"Fundamentos de Financiación Empresarial"* McGraw Hill / Interamericana de España SA ,

Cuarta edición, Madrid 1993. ISBN: 84-481-0069-7 p. 343 a 346

21) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 29.

22) British Information Services: *"Internacional Clearing Union, Text of a Paper Containing Proposals by British Experts for an International Clearing Union"*. 8 de Abril de 1943. Pag 12. Citado en: Mises, Ludwig E. *"Human Action: A Treatise on Económics"*. Trad.: *"La Acción Humana"*. Unión Editorial. Madrid 1980 ISBN: 84-7209-116-3. Pag.

23) De Pablo, Juan Carlos; Leone, Alfredo M.; Martinez, Alfonso J.: *"Macroeconomía"*. Fondo de Cultura Económica. Buenos Aires Primera Reimpresión 1993. ISBN: 950-557-121-6. Pag. 721 a 724.

24) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 29.

25) Ackley, Gardner: *"Macroeconomics: Theory and Policy"*. Trad.: *"Macroeconomía: Teoría y política"* . Unión Tipográfica Editorial Hispano Americana SA de CV. México 1983. ISBN: 968-438-034-8. p 153 y 154.

26) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge

d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 29.

27) Laidler, David E. W.: *"The Demand for Money: Theories and Evidence"*. Second Ed. Trad.: *"La Demanda de Dinero: Teorías y evidencia empírica"*. Segunda Edición. Antoni Bosch, Editor. Barcelona. Sin Fecha. ISBN: 84-7162-816-3 Pag. 75 a 79.

28) Ekelund Jr, Robert B. y Hébert, Robert F.: *"A History of Economic Theory and Method"* Trad.: *"Historia de la Teoría Económica y de su método"* McGraw Hill / Interamericana de España SA , Tercera edición, Madrid 1992. ISBN: 84-7615-772-X. Pag.: 577 a 579.

29) De Pablo, Juan Carlos; Leone, Alfredo M.; Martinez, Alfonso J.: *"Macroeconomía"*. Fondo de Cultura Económica. Buenos Aires Primera Reimpresión 1993. ISBN: 950-557-121-6. Pag. 701 a 705.

30) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 30 y 31.

31) Ekelund Jr, Robert B. y Hébert, Robert F.: *"A History of Economic Theory and Method"* Trad.: *"Historia de la Teoría Económica y de su método"* McGraw Hill / Interamericana de España SA , Tercera edición, Madrid 1992. ISBN: 84-7615-772-X. Pag.: 570.

32) Thornton, Henry: *"An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain"* Londres 1802. Trad.: *"Crédito Papel: Una investigación sobre la naturaleza y los efectos del crédito papel de Gran Bretaña"* Ed. Pirámide. Madrid 2000. ISBN: 84-368-1464-9. pag. 254 a 256.

33) Dornbusch, Rudiger; Fischer, Stanley; Startz, Richard, *"Macroeconomics"*, Trad.: *"Macroeconomía"* Novena Edición. McGraw Hill/Interamericana de España, SAU, Méjico, 2005, ISBN: 84-481-4181-4. Pp. 465.

34) Bennett Stewart III, Gordon: *"The Quest for Value: The EVA™ Management Guide"* Harper Business: A Division of Harper Collins Publishers. New York 1991. ISBN: 0-88730-418-4. Pag 1 a 3.

35) Hicks, Sir John R: *"Capital and Time. A Neo-Austrian Theory"* Oxford University Press. Oxford, 1973. Trad. *"Capital y Tiempo"*. Fondo de Cultura Económica. México 1976. pp. 21-22 ISBN: 968-16-0448-2.

36) Rappaport, Alfred: *"Creating shareholder value: A Guide for Managers and Investors"* 2nd Ed. Trad.: *"La Creación de Valor para el Accionista:Una guía para inversores y ejecutivos"*. Ediciones Deusto SA. Bilbao, 1998. ISBN: 84-234-1607-0. Pag.: 70 y 71

37) Mises, Ludwig Elder von, *"La Theorie dite Autrichienne de Cycle Économique"* in the Bulletin of the Sociéte Belge d´Etudes et d´Expansion, (1936): Translated by David O´Mahoney & J. Huston McCulloch: *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle"* in *"The "Austrian" Theory of the Trade Cycle and Other Essays"* compiled by Ebeling, Richard M. Ed. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Al 1996. ISBN: 0-945466-21-8 p. 31 y 32.