

El Debate Acerca del “Tapering”: ¿Podemos Controlar el Auge?

Tras la crisis del 2008, el gobierno de Barack Obama y la Reserva Federal de Estados Unidos tomaron medidas fiscales y monetarias sumamente agresivas para evitar el colapso de los mercados. Una vez que la economía mostró un sendero de recuperación, comenzó el debate acerca del *tapering*, entendido como una medida que retiraría los estímulos de la economía para reducir y eliminar esta dependencia. Cuán posible es retirar estos estímulos sin retroceder hacia una nueva crisis es un debate que permanece abierto, pues la recuperación económica evidenciada entre 2008 y 2016 aún no presenta el vigor que los hacedores de políticas públicas pretenden.

En mayo de 1937, Fritz Machlup ofrecía una disertación en la Universidad de Minnesota en la que intentaba dar respuesta a esta difícil pregunta: *¿podemos controlar el auge?* (Machlup, 1937). Nos proponemos en esta nota observar los argumentos expuestos en su disertación y aplicarlos al debate acerca del *tapering*, que si bien inició con Bernanke en 2013, continúa estos últimos años con la administración de Janet Yellen. La pregunta es aún más relevante luego de la asunción de Donald Trump como Presidente de los Estados Unidos, quien ya ha mostrado interés por relevar a Yellen de sus funciones, y que podría acelerar la suba de tasas a partir de 2018.

Para dar un contexto a su artículo, entonces Machlup se encontraba analizando las políticas que el gobierno estadounidense y la autoridad monetaria venían practicando para intentar paliar el episodio económico más doloroso de la historia de EE.UU. Lo que a continuación sostenemos es que el análisis causal del autor mantiene plena vigencia en lo que refiere a la crisis de 2008 y el intento por encontrar un camino de recuperación.

La respuesta de Machlup entonces implicó tres cuestiones: 1) ¿Sabemos lo que es un auge, y podemos claramente identificar una situación dada como un auge? 2) Si sabemos lo que es un auge, y también cómo identificarlo, ¿sabemos cómo puede ser controlado? 3) Si sabemos lo que es un auge, cómo identificarlo, y también cómo podría ser controlado, ¿somos capaces de aplicar nuestro conocimiento y llevar a cabo las medidas que consideramos adecuadas?

Ante la primera pregunta, Machlup confiesa que ante su persistente reclamo en favor de “detener el auge”, una violenta protesta siempre emergía, señalando

Adrián O. Ravier es Doctor en Economía Aplicada por la Universidad Rey Juan Carlos (Madrid) y Profesor de la Escuela de Negocios de la Universidad Francisco Marroquín (aravier@ufm.edu).

que no se trataba de un auge, sino de una leve recuperación. En tal sentido, Machlup advierte que entonces el auge era generalmente definido como “el período que conduce al colapso”. Lo dicho enfrentaba un serio problema de lógica. Machlup señaló entonces que si llamamos “auge” al período que conduce al colapso, entonces —por definición— éste no puede ser controlado. Y es que si fuera controlado, entonces se argumentaría que no se trataba de un auge.

Machlup prefiere entonces abandonar una definición que permite reconocer la situación sólo *ex post*, y sugiere que definamos al auge “como un incremento espectacular en la actividad económica, ya sea en algunas, en varias o en todas las partes del sistema económico”. Tal aumento en la actividad económica, podría deberse a incrementos en los precios, a aumentos de volumen, o a una suba de ambos.

Machlup señala que la mayoría de las personas en 1937 aceptarían que un aumento en el volumen de la producción es visto como sano, mientras que un incremento en los precios, generaba preocupación. Nuestro autor, sin embargo, estaba en el pequeño grupo de los que extendían su escepticismo al auge en el volumen de negocios, fundamentando el mismo en la experiencia observada en la gran depresión de 1929, cuando el producto industrial o los contratos de construcción aumentaron fuertemente.

Tal distinción fue posiblemente lo que impidió a la mayoría de los economistas identificar el período de auge del último ciclo económico, el que podríamos enmarcar bajo el período 2002-2007. Para ser más precisos, tras la crisis de las dot.com y una vigorosa recuperación de la actividad económica, acompañada de

la estabilidad de precios, nadie advirtió que un proceso de *mala inversión* estaba tomando lugar.

Sin embargo, hoy es reconocido que tal recuperación no era tal, sino más bien un período de auge cuyo origen encontramos en la política crediticia de la Reserva Federal y que el sistema bancario canalizó al sector inmobiliario, como consecuencia de las presiones que el poder ejecutivo y legislativo aplicaron sobre el sistema financiero (Ravier y Lewin, 2012). Hacia fines de 2007, la crisis *sub-prime* se convirtió en un hecho que pocos pudieron anticipar. Entonces la receta keynesiana emergió con fuerza, fundada en las lecciones no aprendidas de la gran depresión de 1930. La política fiscal dio lugar a planes de estímulo que permitieron crear empleo. La política monetaria permitió triplicar dichos planes de estímulo para rescatar al sistema financiero. Y en poco tiempo la economía mostró algunos resultados exitosos. Y aquí está el debate en cuestión. ¿El suave crecimiento económico que Estados Unidos muestra entre 2010 y 2016 representa una fase de recuperación real o es más bien un nuevo auge del ciclo económico?

Machlup nos enseña que no debemos mirar “sólo” los precios. Aún con estabilidad de precios, la economía puede estar creando una nueva burbuja o, en los términos modernos de Roger Garrison, “un auge insostenible” (Garrison, 2001). Pocos economistas negarán que tales resultados en la actividad económica y empleo tienen directo resultado en las políticas monetarias y fiscales mencionadas. Pero ahí comienza otro debate que identificamos con la segunda pregunta de Machlup: ¿Podemos controlarlo?

Veamos el análisis de nuestro autor:

Comencemos con una situación de gran desempleo. ¿Por qué hay trabajadores que desean trabajar al salario vigente, que no son contratados por los productores? Obviamente, porque estos últimos no esperan poder vender el producto de los trabajadores adicionales a un precio que les permitiría pagar el salario de los trabajadores contratados. Dos modos tenemos, principalmente, para modificar esta situación. Una es la reducción del costo laboral (o de los costos de producción en general) que permite que los anteriores ingresos insuficientes que se obtienen por la venta del producto se conviertan ahora en ingresos suficientes para pagar su costo. La otra es un incremento en la demanda del producto, ya que se espera un mayor ingreso, el que entonces puede ocuparse de los salarios de los trabajadores que son contratados. Un incremento en la demanda de un producto que paralelamente no reduce la demanda por otro producto sólo puede originarse de un incremento en el dinero o el crédito disponible. En otras palabras, una expansión crediticia incrementa la demanda de productos y de medios de producción. Más dinero está disponible para comprar más mano de obra a una tasa salarial dada —mientras que en la primera forma a la que nos referimos, un fondo de dinero dado podía comprar más mano de obra a una menor tasa salarial. Ambas maneras incluyen, como regla, una reducción de la tasa salarial real, la primera a través de una reducción de la tasa salarial nominal, la segunda a través de mayores precios, lo que permite a una tasa salarial dada comprar menos bienes (Machlup, 1937).

Resumiendo, Machlup menciona dos formas de resolver el desempleo. Aunque el primero es impopular, esto es, la reducción de los salarios, para nuestro autor es superior porque contiene menos gérmenes de desajustes posteriores. El segundo método, el de lograr mayor empleo por la vía de la expansión monetaria, es simple, y efectivo en el corto plazo, pero distorsivo. Machlup explica que

... hay inicialmente un acto de toma de préstamos —ya sea de parte de industriales privados que no pueden posponer por más tiempo ciertos desembolsos los cuales han sido demorados por varios años, o por el gobierno que no desea esperar hasta que la inversión privada se recupere para llevar a cabo obras públicas. Estas inversiones, que constituyen demandas por bienes de producción, llevan nuevo poder adquisitivo a las manos de los consumidores, los cuales tienen ahora una demanda incrementada por bienes de consumo. El gasto de este dinero va a invitar a que se realicen más inversiones privadas. La inversión pública y la mayor inversión privada, ambas financiadas por nuevos créditos bancarios, forman una nueva demanda para los bienes de producción. Utilizado en la producción de bienes de producción, el nuevo dinero se convierte en ingreso de los factores de producción utilizados, i.e., trabajadores y propietarios de equipo. El ingreso incrementado va a constituir nuevamente demanda para más bienes de consumo. Y esto puede continuar como un proceso acumulativo (Machlup, 1937).

El problema que la literatura ha identificado ante tal escenario, es cómo mantener los tipos de interés por debajo de su nivel natural a lo largo del tiempo. “Los optimistas”, critica Machlup,

... están inclinados a desechar ambos peligros. ¿Falta de capital líquido? ¿Tasas de interés en aumento? Permitan que los bancos de la Reserva Federal manejen esta incómoda situación. Los bancos de la Reserva Federal pueden prevenir la rigidez monetaria suministrando a los bancos reservas suficientes para una expansión adicional. ¿Inversiones decrecientes por parte de la industria privada? Dejen al gobierno que resuelva esto. Existen suficientes obras públicas buenas para ser emprendidas. La inversión pública puede llenar el espacio dejado por la inversión privada. Este optimismo es, desde mi punto de vista, inflacionismo. El programa

significa nada más ni nada menos que esto: satisfacer todas las siempre crecientes demandas de capital por medio de la creación de nuevo dinero bancario; y hacer esto en forma abundante para evitar el aumento de las tasas de interés; o, si la demanda de inversiones privadas cayera, financiar obras públicas por medio de nuevo dinero bancario: en otras palabras, seguir y seguir inflando la circulación monetaria. Estoy de acuerdo en que la crisis puede ser pospuesta a través de estos métodos, pero sostengo que no se puede escapar al colapso final. El mantener la tasa de inversión al nivel del auge significaría un continuo incremento en el medio circulante. Las consecuencias de la inflación, sin embargo, eventualmente forzarían una caída en las inversiones la cual se impidió que sucediera en un momento anterior. La disminución de la tasa de inversión no parece ser evitable y el retroceso en la inversión, entonces, haría evidente que la expansión industrial durante el alza fue desproporcionada. La distribución de la demanda monetaria para el producto de diferentes industrias durante el periodo de expansión crediticia es diferente de la distribución de demanda luego de que la expansión crediticia se desacelere o frene. Es decir que una gran parte del sistema económico parece estar condenado a experimentar otra parálisis (Machlup, 1937).

Bajo este análisis, Machlup advierte que sí, sabemos cómo el auge puede ser controlado. Ahora podemos proceder con nuestro último interrogante: ¿Somos capaces de llevar adelante las medidas que consideramos adecuadas? El control consiste en evitar una rápida expansión en el crédito y el circulante. ¿Cuán acelerada ha sido la expansión desde 2007? Los datos muestran que sólo entre septiembre de 2008 y enero de 2009 se ha duplicado la base monetaria. Pero además, la política de liquidez conocida como “alivio cuantitativo” (*quantitative easing*) siguió durante los años siguientes, con una tasa

de interés entre 0 y el 0.25 % hasta fines de 2016, cuando la Reserva Federal se propuso iniciar un aumento gradual de la tasa de interés de corto plazo.

¿Cuán exitoso viene siendo el *tapering* desde 2013? Recordemos que Ben Bernanke redujo el programa de compra de activos ante mejoras en la actividad económica y el mercado laboral. La medida la tomó justo antes de abandonar el barco y ser sucedido por Janet Yellen. Desde entonces el mercado esperaba que la Reserva Federal acompañe la medida con aumentos en los tipos de interés, pero tal cosa no ocurrió pues la recuperación no era lo suficientemente vigorosa para un cambio de expectativas.

En el corto plazo, el optimismo de Bernanke encontró razón, pues el *tapering* avanzó sin poner en riesgo las mejoras en el mercado laboral. Otra mirada, sin embargo, señala que el *tapering* se ha consumido casi una década —tras la crisis del 2008— sin un crecimiento vigoroso de la economía americana. Peor aún, pues a fines de 2015 inició la subida gradual de tasas de interés, que pondrán a prueba la suave recuperación económica de estos últimos años. Los tres aumentos prometidos para 2017 sólo conducirán a una tasa de interés de un 1.5 % —lo cual aún es demasiado bajo en relación con el valor histórico de esta variable—, pero sin duda golpearán las expectativas si el mercado lee que se ha acabado la etapa de liquidez.

Que el aumento de los tipos de interés continúe o no, y que en consecuencia la Reserva Federal pueda o no controlar este auge, es un desafío que como se muestra aquí se viene discutiendo desde hace décadas. No hay sólo un debate político y social detrás de estas políticas económicas, sino que también está en juego un

debate académico fundamental: ¿Pueden los bancos centrales administrar correctamente el dinero? Personalmente pienso que hay mejores alternativas que el monopolio en la administración del dinero y del crédito, pero los próximos años darán pruebas empíricas que se sumarán a una extensa literatura sobre la cuestión.

BIBLIOGRAFÍA

- Garrison, Roger W. (2005) [2001]. *Tiempo y dinero: La macroeconomía de la estructura del capital*. Madrid: Unión Editorial.
- Machlup, Fritz (1937). “Can We Control the Boom?” (Conferencia en la Universidad de Minnesota, Mayo 11, 1937) (http://mises.org/books/can_we_control_the_boom_machlup.pdf).
- Ravier, Adrián y Peter Lewin (2012). “The Subprime Crisis,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15 (1): 45-74.