

ARTÍCULO DE DIVULGACIÓN

La teoría de la liquidez

Una reformulación moderna de la teoría austríaca del ciclo
económico

Francisco Cervantes Martínez

2026

Índice

Glosario	2
1. Introducción	5
2. ¿Qué es la liquidez?	6
3. Liquidez de los activos reales	7
4. Liquidez del capital productivo	8
5. Liquidez de un activo financiero	10
6. Liquidez del capital financiero	11
7. Liquidez de los agentes	12
8. La teoría austríaca del ciclo reformulada	13
9. El papel del Estado como mutualizador de riesgos	15
10. Conclusión	17

Glosario

activo financiero Derecho de cobro sobre recursos futuros. Todo activo financiero para un acreedor tiene como contraparte un pasivo financiero para un deudor. [2](#), [10](#)

activo real Bien económico no financiero que posee valor por sí mismo o por su capacidad de producir bienes y servicios futuros. A diferencia de un activo financiero, no constituye la deuda de otro agente. [2](#), [7](#)

agente económico Sujeto que toma decisiones económicas de consumo, ahorro, inversión, financiación o producción. Puede tratarse de individuos, empresas, bancos, administraciones públicas u otras instituciones. [2](#), [11](#)

arbitraje Estrategia consistente en obtener beneficio aprovechando diferenciales de precios, tipos de interés, plazos o riesgos entre distintos activos o pasivos. [2](#), [12](#)

banco central Institución con capacidad para emitir dinero fiduciario, regular la liquidez del sistema financiero y actuar como autoridad monetaria. [2](#), [12](#), [15](#)

bien de orden superior Bien que no se destina directamente al consumo final, sino que se utiliza como medio para producir otros bienes. Los bienes de capital son un caso relevante de bienes de orden superior. [2](#), [8](#)

capital financiero Conjunto de pasivos financieros de un agente económico. Su estructura temporal y de riesgo determina la presión de pagos que el agente deberá afrontar. [2](#), [11](#)

capital productivo Conjunto de activos reales empleados en procesos productivos con el objetivo de generar bienes de consumo o flujos de caja futuros. [2](#), [9](#)

deflación Incremento del poder adquisitivo del dinero materializado en una caída en el nivel general de precios. [2](#), [8](#)

depresión primaria Fase de reajuste en la que se corrigen las estructuras productivas y financieras distorsionadas durante el auge, mediante liquidación de inversiones erróneas, refinanciaciones y recolocación de factores productivos. [2](#), [15](#)

depresión secundaria Fase de contracción adicional que aparece cuando la demanda de liquidez se dispara y no puede ser satisfecha, provocando la liquidación de activos incluso potencialmente viables. [2](#), [15](#)

depósito a la vista Depósito bancario exigible de forma inmediata por el depositante. Su alta disponibilidad lo convierte en un pasivo de muy corta duración para el banco. [2](#), [6](#)

descalce de plazos Situación en la que un agente financia activos de largo plazo o baja liquidez mediante pasivos de corto plazo o alta exigibilidad. [2](#), [13](#)

dinero Bien generalmente aceptado como medio de intercambio, unidad de cuenta y depósito de valor. [2](#), [6](#)

duración de Macaulay Medida financiera que calcula el plazo medio ponderado en el que se recupera el valor presente de un activo a través de sus flujos de caja futuros. Aplicada al capital productivo, aproxima el período medio de producción. [2](#), [9](#)

insolvencia Situación en la que el valor de los activos de un agente no es suficiente para cubrir el valor de sus pasivos. [2](#), [13](#)

intermediario financiero bancario Entidad que capta recursos de un agente con capacidad de financiación y lo canaliza hacia otro agente con necesidad de financiación. [2](#), [6](#)

liquidez Capacidad de un activo o agente para transformarse en dinero o atender obligaciones de pago en el corto plazo sin sufrir pérdidas significativas de valor. En la teoría austriaca, también se relaciona con la estabilidad de valor y con la capacidad de realizar el valor económico de los activos en el tiempo adecuado. [2](#), [5](#), [6](#)

pasivo financiero Obligación de pago futura asumida por un agente económico. Es la contraparte de un activo financiero mantenido por otro agente. [2](#), [10](#)

prestamista de última instancia Función desempeñada normalmente por el banco central cuando proporciona liquidez extraordinaria a entidades financieras que atraviesan problemas de iliquidez. [2](#), [15](#)

reserva fraccionaria Régimen bancario por el cual las entidades financieras mantienen solo una fracción de los depósitos recibidos como reservas líquidas y utilizan el resto para conceder crédito o adquirir activos. [2](#), [5](#)

riesgo moral Problema de incentivos que aparece cuando un agente asume más riesgo porque espera no soportar plenamente las consecuencias negativas de sus decisiones. [2](#), [16](#)

solvencia Capacidad de un agente para cubrir el valor de sus pasivos con el valor de sus activos. [2](#)

spread Diferencial entre dos realizaciones de una misma variable. En este artículo se usa para describir el diferencial de tipos de interés. [2](#), [14](#)

sustituto monetario perfecto Activo financiero extremadamente líquido que puede cumplir funciones monetarias de medio de intercambio o depósito de valor por su capacidad de mantener un valor estable y ser convertible en dinero a la vista o en plazos muy cortos. [2](#), [11](#)

tasa de descuento intertemporal Tasa empleada para actualizar a valor presente flujos de caja futuros. Refleja el valor temporal del dinero y, en su caso, el riesgo asociado a dichos flujos. [2](#), [9](#)

tipo de interés Precio intertemporal que relaciona bienes presentes con bienes futuros. Puede interpretarse como la compensación exigida por renunciar a disponibilidad presente de recursos. [2](#), [9](#), [10](#)

Too Big to Fail Expresión que designa a aquellas entidades consideradas demasiado grandes, complejas o sistémicas como para permitir su quiebra sin poner en riesgo al conjunto del sistema financiero. [2](#), [16](#)

utilidad marginal Utilidad adicional que proporciona una unidad extra de un bien. En el contexto de la liquidez, una utilidad marginal que decrece muy lentamente se asocia con una mayor estabilidad de valor. [2](#), [6](#)

WACC Siglas de *Weighted Average Cost of Capital*. Representa el coste medio ponderado de financiación de un agente, calculado a partir del coste de sus distintas fuentes de capital. [2](#), [11](#)

En mi artículo *La teoría austríaca del ciclo económico. Una aproximación al papel del crédito en la sucesión de etapas recurrentes de auge, crisis y recesión*, tuve la oportunidad de realizar un trabajo de síntesis y ordenación de las ideas principales que propone la Escuela Austríaca ortodoxa para explicar las causas de los ciclos económicos que a menudo atraviesan las economías de mercado.

A raíz del profundo interés que me generó este tema, continué investigando acerca de las distintas explicaciones que ofrecen los teóricos austríacos —o podríamos decir cercanos intelectualmente a esta escuela de pensamiento— sobre las causas y el desarrollo de los ciclos económicos. Fue de este modo como descubrí una rama muy cercana intelectualmente a la Escuela Austríaca, pero que no puede considerarse parte integrante de ella. Así descubrí a los teóricos de la [liquidez](#) y su teoría sobre los ciclos, la cual observé que ofrecía una explicación de los mismos con un trasfondo similar al ofrecido por la Escuela Austríaca, en la medida en que ambas explicaciones remiten a un proceso de descoordinación intertemporal entre los agentes que operan en el mercado y a un desajuste en la estructura productiva. Sin embargo, los teóricos de la liquidez ofrecen argumentos distintos a aquellos que sitúan la [reserva fraccionaria](#) como la génesis de todos los efectos microeconómicos que generan el ciclo.

Con este artículo quiero realizar un trabajo de síntesis similar al que realicé con los postulados de la Escuela Austríaca en materia de ciclos económicos, pero esta vez con los postulados ofrecidos por los teóricos de la liquidez acerca de este mismo fenómeno.

1 Introducción

La teoría de la liquidez puede entenderse como una reelaboración de las ideas más relevantes de la Escuela Austríaca de Economía en materia de ciclos económicos, pero sobre fundamentos financieros y económicos más actualizados.

El trasfondo que postulan los teóricos de la liquidez es muy parecido —si no el mismo— al que postulan los teóricos austríacos, pues todos ellos se refieren a desajustes en la estructura productiva inducidos por desajustes en la estructura de financiación; es decir, a desequilibrios macroeconómicos entre ahorro e inversión.

Según la teoría del crédito circulatorio o teoría austríaca del ciclo económico, los ciclos no tienen lugar como una deriva inevitable del funcionamiento fundamental que caracteriza a una economía de mercado, sino que surgen a raíz de un error cometido por el Estado al definir de forma equivocada el régimen jurídico del contrato de depósito bancario.

Este error de definición permite que el sistema bancario opere bajo un régimen de [reserva fraccionaria](#), lo que, a su vez, genera una serie de efectos microeconómicos que acaban desembocando en una descoordinación intertemporal entre el plazo en el que los empresarios deciden emprender sus proyectos de inversión y el plazo en el que la sociedad demanda que

dichos proyectos maduren, de acuerdo con lo que marca su tasa de preferencia temporal.

Cuando el mercado toma conciencia de los errores de inversión cometidos durante esta etapa, denominada «auge» o «burbuja especulativa», se inicia un proceso de crisis y posterior recesión económica. En dicho proceso, los proyectos emprendidos erróneamente como consecuencia de una falsa señal inducida por un tipo de interés artificialmente reducido son liquidados, y los factores productivos son derivados hacia aquellos usos en los que el mercado realmente los demanda. Todo ello ocurre no sin pasar por un doloroso proceso de destrucción de riqueza y empobrecimiento derivado de la destrucción de capital.

El trasfondo de la teoría de la liquidez, como ya hemos mencionado, es el mismo. Sin embargo, la diferencia fundamental que aportan estos teóricos es que no sitúan el origen de los ciclos económicos en el régimen de reserva fraccionaria bajo el que operan las entidades de crédito y depósito, sino que, además de afirmar que la reserva fraccionaria no es condición necesaria ni suficiente para que se den los ciclos, el mecanismo central de las descoordinaciones intertemporales que se materializan en desajustes en la estructura productiva es el deterioro de la **liquidez** en el que los **intermediarios financieros bancarios** incurren cuando captan financiación con un vencimiento a corto plazo, como podría ser un **depósito a la vista**, e invierten en operaciones o proyectos que maduran en un largo plazo, como podría ser un crédito hipotecario.

2 ¿Qué es la liquidez?

La definición de liquidez que se ofrece en los manuales clásicos de economía no es otra que el grado de facilidad con el que un activo puede convertirse en **dinero** a corto plazo y sin sufrir pérdidas de valor.

Sin embargo, me resulta especialmente interesante contar con el concepto de liquidez que Carl Menger propone en 1909. Menger define liquidez como «estabilidad de valor», haciendo referencia a lo que se entendería como una **utilidad marginal** que decrece muy lentamente o que incluso se mantiene constante.

Consideraríamos, según esta definición, como «liquidez perfecta» aquello que caracterizaría a un bien —llamemos a este bien «dinero»— cuya función de demanda en relación con su precio fuese perfectamente elástica y, al mismo tiempo, independiente frente al resto de variables. Por el lado de la oferta, tendríamos una función perfectamente inelástica frente a toda variable, incluido su precio.

Cumpléndose estos requisitos, estaríamos ante lo que John Nash llamó el «dinero ideal»: un dinero cuyo poder adquisitivo fuese constante, de modo que, ante variaciones en el precio de los bienes, la demanda de dinero respondiese en consecuencia, ajustándose en la medida en que el poder adquisitivo de la unidad monetaria se mantuviese constante.

Esto, como indica el propio Nash, es un ideal y, por lo menos con la tecnología actual, no disponemos de nada que pueda cumplir las características arriba mencionadas. Lo que sí tenemos hoy día es lo que también Nash llamaría dineros «asintóticamente ideales». Estos tienen las características de poseer una oferta muy rígida —aunque no perfectamente rígida— y una demanda relativamente estable frente a muchas variables.

3 Liquidez de los activos reales

Tomemos ahora la situación en la que lo que hemos definido en el apartado anterior como «dinero asintóticamente ideal» se materializa en un [activo real](#), como puede ser el oro.

Observamos cómo el oro tendría las características que anteriormente mencionábamos como propias de un dinero asintóticamente ideal —oferta muy rígida, aunque no perfectamente rígida, y demanda relativamente estable frente a muchas variables—. Sin embargo, cabe mencionar que, cuando este concepto de dinero asintóticamente ideal se materializa en un activo real como podría ser el oro, surgen una serie de problemas sobre los que cabe reflexionar.

En primer lugar, cabe pensar que un patrón monetario basado en un activo real como el oro sería algo tremendamente caro de mantener para la economía, en tanto que cabe esperar que el poder adquisitivo de la unidad monetaria —su valor— tienda a apreciarse con el tiempo y, por tanto, cabría esperar también que la cantidad de factores productivos dedicados a producir más dinero fuese evolucionando al alza, aumentando en consecuencia el coste de no tener esos factores asignados a otros sectores más productivos. Con el ejemplo del oro, si tenemos en cuenta la tendencia del oro a apreciar su valor, cabe esperar que aumentase la cantidad de empresas dedicadas a extraer oro, de modo que se estaría asignando una mayor cantidad de factores productivos a, simplemente, estabilizar el poder adquisitivo del dinero.

Para apoyar esta tesis, cabe mencionar que Milton Friedman estimó en 1959 que, en caso de querer mantener un patrón monetario anclado al oro, nos veríamos abocados a incurrir en un coste cercano al 3 % del PIB solamente destinado a estabilizar el poder adquisitivo del dinero.

Si tenemos en cuenta que el gasto en educación en España pesa actualmente alrededor del 4,5 % del PIB, se puede intuir —aunque el coste arriba mencionado no puede tomarse como cierto dado que dependerá de muchas variables diferenciadas según la economía— cómo el coste de mantener un patrón monetario basado en [activos reales](#) conllevaría un coste tremendamente caro para la economía que lo adoptase.

En segundo lugar, las rigideces en la oferta de dinero derivadas de un sistema monetario basado en activos reales se convierten en un grave problema para la estabilización del poder adquisitivo de la unidad monetaria si se tiene en cuenta la posibilidad plausible de

que existan cambios en la demanda de dinero.

Si contamos con una oferta monetaria altamente rígida debido a que la producción de dinero —extracción de oro— es lenta y limitada, esto puede convertirse en una debilidad para la estructura monetaria si se sufre, por ejemplo, un aumento considerable de la demanda de dinero a raíz de la coyuntura económica o de la incertidumbre, por la que los agentes podrían demandar dinero en exceso para acumularlo en sus saldos de tesorería. Esto, sin duda, llevaría a un incremento súbito en el valor del dinero y, en consecuencia, abocaría a la economía a la [deflación](#).

Cabe mencionar que la deflación por sí sola no tiene por qué ser algo negativo, pues, si estuviésemos en el supuesto de que todos los precios de la economía se ajustasen a la baja de manera coordinada y al mismo tiempo, simplemente la sociedad podría adquirir una mayor cantidad de bienes con las mismas unidades monetarias de las que dispone en ese momento. Aunque también cabe tener en cuenta la posibilidad de que tienda a deprimirse el consumo en tanto que los agentes mantengan saldos de tesorería ante la expectativa de que en el futuro puedan adquirir más bienes con esos mismos saldos.

Sin embargo, esto no ocurre así en la realidad. La realidad es que, cuando existen variaciones en el poder adquisitivo de la unidad monetaria, no todos los precios se ajustan al mismo tiempo ni de manera coordinada, sino que existen variaciones en los precios relativos derivadas de rigideces en algunos de ellos, como pueden ser los salarios. No me voy a detener a desarrollar el trasfondo microeconómico que subyace a las variaciones en los precios relativos. Este hecho lo desarrollo en mayor profundidad en mi artículo *La banca Simons. Fundamentos, funcionamiento y críticas*, más concretamente en el punto 3.2: «Lo considera un sistema que, en lugar de estabilizar la economía, tiende a desestabilizarla».

Es por estos motivos por los que puede resultar interesante sustituir estos activos reales en su papel de dinero por complementos monetarios que aumenten la disponibilidad de herramientas para efectuar intercambios de forma eficiente y más barata.

4 Liquidez del capital productivo

Es un hecho que los activos reales no son demandados solo por lo que directamente producen, sino que también pueden ser demandados por lo que se espera que produzcan en el futuro; es decir, pueden ser demandados por ser [bienes de orden superior](#). Esto es lo que denominamos un bien de capital: un bien intermedio que nos permite producir un bien final destinado al consumo.

Ahora bien, teniendo claro que el valor presente de un bien de capital depende del valor futuro de los bienes finales que este contribuya a producir, podemos inferir el valor presente de un bien de capital a través de esta fórmula:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CC_t}{(1+i^*)^t}$$

Donde PV representa el valor presente del bien de capital; CC_t , el valor futuro que se espera que genere el bien de capital en cada período t ; i^* , la [tasa de descuento intertemporal](#) o [tipo de interés](#); y t , los períodos durante los cuales el bien de capital se encuentra activo para generar valor y en los que este valor debe ser descontado a valor presente.

Lo que sacamos en claro de aquí es que un bien de capital no es más que una herramienta para obtener bienes finales o de consumo y que, solo si se acaba produciendo el bien de consumo que el bien de capital estaba destinado a producir, el bien de capital podrá materializar su valor.

Ahora bien, sabiendo esto, podemos preguntarnos con qué velocidad una estructura de capital o un bien de capital concreto podrá materializar su valor en forma de producción de bienes de consumo. Este concepto de «duración», o tiempo que tarda el bien de capital en realizar su valor, se puede aproximar a través de la [duración de Macaulay](#), que trata de medir lo que Böhm-Bawerk llamaba el «período medio de producción»:

$$D_{Mac} = \frac{\sum_{t=1}^n t \cdot \frac{CC_t}{(1+i^*)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{CC_t}{(1+i^*)^t}}$$

Así pues, la duración de Macaulay puede ser usada como una aproximación a la liquidez temporal del [capital productivo](#). Cuanto menor sea la duración de Macaulay, menor será el tiempo necesario para recuperar el valor del capital en forma de bienes de consumo o flujos de caja y, por tanto, mayor será su liquidez temporal.

Ahora bien, esta liquidez temporal debe distinguirse de la versatilidad o especificidad del bien de capital. Algunos bienes situados en etapas alejadas del consumo final pueden ser relativamente versátiles y admitir usos alternativos, mientras que otros pueden estar altamente especializados y ser difícilmente reconvertibles.

Un ejemplo para que se vea bien esto puede ser el de una motosierra: la motosierra puede ser usada como un bien de capital dentro del proceso de fabricación de mesas de madera. Al ser un bien intermedio situado en una etapa relativamente alejada del consumo final y, sobre todo, al tratarse de un bien de capital poco específico, si las preferencias de la sociedad cambian y comienzan a demandarse sillas en lugar de mesas, la motosierra podrá seguir siendo usada para producir ahora sillas en lugar de mesas. Si nuestro bien de capital de ejemplo hubiese sido una especie de molde o estructura modelo con las medidas exactas para la fabricación de sillas, este bien de capital ya no nos serviría para producir mesas, no tanto por su duración temporal —aunque este también es un factor que influye—, sino por su alto grado de especificidad.

Por tanto, debe distinguirse entre liquidez temporal y versatilidad productiva. La duración de Macaulay aproxima el tiempo medio necesario para recuperar el valor del capital, mientras que la especificidad del bien de capital determina su capacidad de ser reconvertido hacia otros usos productivos.

Un concepto similar es el de duración modificada, la cual es muy utilizada en finanzas para medir la sensibilidad en el precio que ciertos instrumentos de renta fija tienen a las variaciones en los [tipos de interés](#). Se entiende que, a mayor duración, más sensible será el precio con respecto a estas variaciones en la tasa de descuento.

5 Liquidez de un activo financiero

Un [activo financiero](#) es un derecho a recibir recursos en el futuro y todo activo para el ahorrador es, al mismo tiempo, un [pasivo financiero](#) para el demandante de esos recursos. Lo que para el ahorrador y demandante del activo financiero es un derecho de cobro futuro, para el demandante de financiación y oferente del activo financiero es una obligación de pago futura. Esta es la principal diferencia que los separa de los activos reales que tratábamos antes. Todo activo financiero genera un pasivo financiero como contraparte, pero los activos reales no son la deuda de nadie, por lo que no generan pasivo alguno.

Al igual que ocurría con los bienes de capital, el valor presente de un activo financiero es el agregado de sus flujos de caja esperados en el tiempo, descontados por el tipo de interés o tasa de descuento intertemporal.

También puede aplicársele el concepto de duración de Macaulay al caso de los activos financieros, pero, en este caso, funciona de forma distinta en función de la perspectiva que tratemos. A mayor duración de Macaulay, más ilíquido será el activo financiero para el poseedor de dicho activo, pero más líquido será para quien ha contraído el pasivo financiero que se ha generado como contraparte a la emisión del activo financiero. Será más ilíquido para el poseedor del activo en tanto que el tiempo que necesita el activo para recuperar su valor actual será mayor; pero será más líquido para quien ha contraído el pasivo, puesto que la devolución de los recursos que le ha permitido captar la emisión de ese activo financiero se encuentra más alejada en el tiempo y, por tanto, podrá disponer de dichos recursos en el presente.

También hay que tener en cuenta que la capacidad de pago por parte del deudor —quien ha contraído el pasivo financiero— depende, en última instancia, de la cartera de activos de la que este disponga para poder hacer frente a sus obligaciones de pago futuras. También podrá disponer de activos financieros en dicha cartera para hacer frente a sus obligaciones de pago, pero, en última instancia, su capacidad de pago dependerá de activos reales que generen los flujos de caja necesarios para respaldar todos los activos financieros con los que puede hacer frente al pago de sus obligaciones o, incluso, de activos reales de los que

disponga en su propia cartera para poder hacer frente a dichas obligaciones.

Es por esto por lo que la liquidez de un activo financiero dependerá siempre, en última instancia, de la liquidez de los activos reales que lo respalden. Por tanto, no es suficiente con que el activo financiero tenga una corta duración de Macaulay para poder decir que este es líquido, sino que también entrará en juego la liquidez, medida por su duración de Macaulay, de los activos reales que respalden dicho activo financiero y que vayan a liquidarse para hacer frente a la obligación de pago que este representa.

Ahora bien, uniendo este punto con el problema inicial que proponíamos respecto al dinero asintóticamente ideal materializado en un activo real, podemos intuir cómo los activos financieros que sean extremadamente líquidos según los requisitos para considerarlos de este modo podrán ayudarnos a solucionar dichos problemas. Los [sustitutos monetarios perfectos](#), gracias a su alto grado de liquidez, son más baratos de producir que los activos reales y la flexibilidad en su oferta puede moldearse en función de las necesidades que surjan derivadas de las fluctuaciones en la demanda monetaria.

6 Liquidez del capital financiero

Llamamos [capital financiero](#) al conjunto de pasivos financieros de un [agente económico](#) y la liquidez del capital financiero de dicho agente —la rapidez con la que tenga que hacer frente a sus obligaciones de pago— vendrá determinada también por su duración de Macaulay.

También es relevante tener en cuenta el coste financiero que le supone al agente económico el mantenimiento de todo su capital financiero en su balance. Este coste podremos inferirlo a través del coste medio ponderado de capital, o [WACC](#), resultado de sacar una media de los tipos de interés que paga el agente por sus pasivos, ponderados por el peso que cada pasivo tiene dentro de su capital financiero total. Este WACC será creciente cuanto mayor sea el plazo al que se han emitido los pasivos financieros por parte del agente y también será creciente cuanto mayor sea el riesgo de crédito por parte del agente. Esta idea queda contenida en la curva de rendimientos.

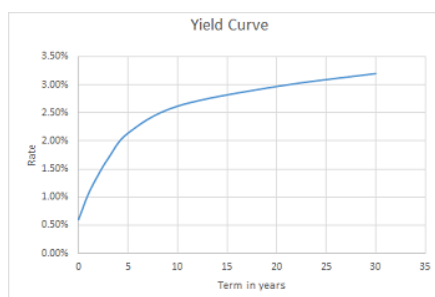


Figura 1: Curva de rendimientos normal

En condiciones normales, un mayor deterioro de la liquidez debería traducirse en un mayor coste medio de financiación, pues los acreedores exigirían una prima adicional por el riesgo de refinanciación, impago o liquidación forzosa de activos. Sin embargo, cuando ese riesgo es infravalorado, mutualizado o implícitamente respaldado por el [banco central](#), el agente puede financiarse a corto plazo a tipos reducidos y adquirir activos de mayor duración, capturando el diferencial entre tipos cortos y largos mientras deteriora su liquidez.

7 Liquidez de los agentes

Nos será más fácil entender este punto si hacemos uso de la estructura que conforma un balance de situación para concretar los activos y pasivos financieros que atesoran los agentes económicos.

BALANCE DE SITUACIÓN	
(Situación de deterioro de liquidez)	
ACTIVO	PASIVO Y PATRIMONIO NETO
ACTIVO CORRIENTE (Menor)	PASIVO CORRIENTE (Mayor)
ACTIVO NO CORRIENTE (Mayor)	
	PASIVO NO CORRIENTE (Menor)
	PATRIMONIO NETO
TOTAL ACTIVO	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO

Figura 2: Balance en una situación de deterioro de liquidez

La liquidez de un agente económico será la capacidad que este tenga para hacer frente a su pasivo corriente —obligaciones de pago a corto plazo— a través de su activo corriente —activos con alta capacidad de convertirse en dinero a corto plazo—. En relación con las definiciones anteriores, la liquidez de un agente es la capacidad que este tiene para hacer frente a las obligaciones derivadas de su capital financiero de baja duración a través de su capital productivo de, también, baja duración.

Ahora bien, sabiendo esto, es fácil entender que un agente económico puede ser solvente a la vez que ilíquido, pues puede tener activos suficientes para hacer frente a sus pasivos, pero estos activos pueden no poder transformarse en dinero sin realizar pérdidas contables para la fecha de vencimiento del pasivo que debe amortizarse.

Otro concepto importante por introducir es que la iliquidez puede ser peligrosa, pero también muy rentable. Este [arbitraje](#) de tipos de interés puede realizarse a través de la emisión de pasivos y la adquisición de activos a distinto vencimiento. Si yo, como agente económico, emito pasivos a corto plazo que, previsiblemente, pagarán un tipo de interés menor según hemos observado con la curva de rendimientos mostrada previamente, y

adquiero activos a largo plazo que, previsiblemente, pagarán un tipo de interés mayor derivado de su prima de iliquidez, entonces estaré obteniendo un beneficio derivado del diferencial entre el tipo de interés que estoy pagando y el que estoy cobrando.

En definitiva, un agente económico puede incrementar su beneficio empresarial deteriorando su liquidez, practicando el [descalce de plazos](#).

8 La teoría austríaca del ciclo reformulada

Sabemos que, en última instancia, la teoría austríaca del ciclo económico es una exposición sobre cómo el ciclo es generado a través de descoordinaciones intertemporales entre ahorro e inversión.

Con todo lo definido en los apartados anteriores, podemos llevar a cabo una reformulación y afirmar que, en los mismos términos en los que afirma la Escuela Austríaca que se genera el ciclo, este es resultado de los efectos sobre la estructura productiva que tiene el descalce de plazos o el deterioro de la liquidez que ciertos agentes económicos —en este caso, los intermediarios financieros de tipo bancario— llevan a cabo con el objetivo de maximizar su beneficio empresarial.

Así pues, si estos agentes decidiesen preservar su liquidez, estaríamos afirmando que lo que están tratando de hacer es que la estructura de su capital financiero —preferencias de tiempo y riesgo de sus pasivos— concuerde con su estructura productiva —preferencias de tiempo y riesgo de sus activos—, de modo que no exista descoordinación entre su ahorro y su inversión.

Sin embargo, si, por el contrario, deciden lanzarse a deteriorar su liquidez, lo que acabará ocurriendo será que la estructura de capital financiero de estos agentes no concordará con su estructura de capital productivo, de modo que estarán endeudándose a corto plazo para adquirir activos con una duración de más largo plazo. En última instancia, acabarán cayendo en una descoordinación intertemporal entre capital financiero y capital productivo. Además, si también se da la circunstancia de que el agente no puede hacer frente al pago que marca el vencimiento de los pasivos emitidos debido a que los cobros derivados de los activos —que recordemos, se obtienen en un largo plazo gracias a la larga duración de la estructura productiva— no se pueden obtener en la fecha necesaria, entonces el agente se verá obligado a colocar sus activos a otro agente de la economía. Si, además, se da la situación en la que ningún agente en la economía demanda estos activos a las condiciones marcadas, el valor de estos se desplomará y el agente que buscaba venderlos entrará en una situación de [insolvencia](#).

Debe tenerse en cuenta que este proceso que hemos denominado «descalce de plazos» puede llevarse a cabo por cualquier agente económico. Hemos puesto el ejemplo de los intermediarios financieros bancarios porque son los más proclives a descalzar plazos de forma

estructural y sistémica y porque son el tipo de agente que juega un mayor protagonismo dentro de la teoría austríaca del ciclo económico.

Es importante notar cómo la teoría de la liquidez no sitúa el origen de los ciclos en la reserva fraccionaria. Si, en lugar de financiar con depósitos a la vista inversiones a largo plazo —por ejemplo, crédito hipotecario—, los bancos financiaran inversiones a corto plazo, entonces en este caso, y aunque lo llevaran a cabo en un régimen de reserva fraccionaria, no estarían incurriendo en un descalce de plazos y no tendría que haber necesariamente ningún problema, pues ante el vencimiento a la vista de sus obligaciones a corto plazo, los bancos tendrían liquidez suficiente para hacer frente a dichas obligaciones.

Por este motivo, según la teoría de la liquidez, la reserva fraccionaria no es condición necesaria ni suficiente para que tenga lugar el ciclo económico. La condición para que tenga lugar el ciclo económico es el descalce de plazos en el que incurren los intermediarios financieros bancarios cuando se lanzan a deteriorar su liquidez.

Nótese que, según lo que expone la teoría de la liquidez, los argumentos microeconómicos expuestos por la teoría austríaca del ciclo no son para nada inválidos y, de hecho, están muy bien encaminados. Lo que la teoría de la liquidez trata de resaltar es el error en el que incurren los austríacos ortodoxos al poner el foco en la reserva fraccionaria cuando, según los teóricos de la liquidez, esta no es el problema de fondo que subyace a los ciclos económicos.

Ahora bien, sabemos que la teoría austríaca explica los efectos que la expansión crediticia orquestada a través de la reserva fraccionaria tiene sobre la estructura temporal de los procesos productivos.

De forma similar a lo que explica la teoría austríaca, los teóricos de la liquidez inciden en que el aumento de la demanda de inversiones con larga duración financiada a través de pasivos de corta duración lleva a que los *spreads* de plazo y riesgo se aplanen o, lo que es lo mismo, a que tenga lugar una reducción artificial del tipo de interés de largo plazo. La reducción artificial del tipo de interés de largo plazo provoca principalmente un alargamiento de la estructura productiva, en tanto que hace rentables proyectos de inversión de mayor duración. De forma secundaria, puede producir también un ensanchamiento de dicha estructura, al incrementarse simultáneamente el volumen total de proyectos financiados.

Dado que los empresarios se encuentran financiando proyectos que madurarán en un largo plazo y las preferencias de los ahorradores siguen situando parte relevante de su consumo en el corto y medio plazo, tenderá a aparecer una tensión entre la demanda de bienes de consumo y la oferta disponible de dichos bienes en esos plazos. Esto llevará a que se incremente el precio relativo de los bienes de consumo respecto al de los bienes de capital. Esto puede tener dos consecuencias:

- Un incremento en el tipo de interés que presione un cambio sobre la estructura productiva, temporalmente más alargada y ensanchada.
- En caso de que la autoridad monetaria bloquee este incremento en el tipo de interés, no podrá evitar que los activos de menor duración se vuelvan relativamente más rentables que los de larga duración, lo cual también conducirá a las mismas presiones sobre un cambio en la estructura productiva.

Ante esta situación, cuando los deudores tengan que hacer frente a sus obligaciones de pago, dispondrán de dos opciones: refinanciar la estructura de capital financiero que mantienen a tipos de interés normalmente más elevados o liquidar parte de su estructura de capital productivo —generalmente a pérdidas—, destruyendo capital y empobreciéndose.

Si, además de esto, se da el caso de que la demanda de liquidez por parte de los agentes se incrementa a raíz de un aumento de la incertidumbre o por cualquier otro motivo, tendremos que la estructura de capital productivo, que recordemos tiene una alta duración, no tendrá la capacidad de hacer frente a la demanda de liquidez creciente, resultando en la quiebra del intermediario y, en última instancia, si se ha incurrido en el descalce de plazos de forma generalizada, de todo el sistema bancario.

Este proceso puede distinguirse en dos fases. La primera es la **depresión primaria**, entendida como el reajuste necesario de las estructuras productivas y financieras que fueron distorsionadas durante la fase de auge. En ella se liquidan inversiones erróneas, se refinancian deudas a tipos más elevados y se recolocan factores productivos hacia usos más compatibles con las preferencias reales de los agentes.

La segunda es la **depresión secundaria**, que aparece cuando la demanda de liquidez se dispara en un contexto de incertidumbre y no puede ser satisfecha por una estructura productiva excesivamente ilíquida. En este caso, la economía no solo liquida malas inversiones, sino que puede verse obligada a liquidar también activos viables por falta generalizada de liquidez.

9 El papel del Estado como mutualizador de riesgos

Dentro de la teoría austríaca del ciclo, el Estado juega un papel muy destacado en la generación de los ciclos económicos. Es el Estado quien, según autores como J. Huerta de Soto o Murray N. Rothbard, comete un grave error en lo que se refiere a la definición del derecho de propiedad relativo al contrato de depósito a la vista y quien, por esta vía, permite el ejercicio de la reserva fraccionaria dentro del sistema bancario, siendo causante, en última instancia, de la sucesión de etapas recurrentes de auge, crisis y recesión.

Además, es el Estado el que promueve el surgimiento de **bancos centrales** como **prestamistas de última instancia** capaces de crear medios fiduciarios destinados a inyectarse como liquidez

en los bancos que se vean en problemas derivados de su incapacidad de hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo.

La aproximación a esta cuestión por parte de los teóricos de la liquidez es similar, aunque no igual, y es que, con el hecho de que el Estado promueva la creación de bancos centrales, lo que está haciendo es mutualizar o socializar el riesgo de iliquidez en el que incurren los bancos comerciales.

Ante esto, un banco comercial no tiene un incentivo claro para no deteriorar su liquidez, pues sabe que, si su importancia para el mantenimiento del sistema financiero es lo suficientemente elevada —este es el caso de los *Too Big to Fail*—, el banco central tendrá incentivos para proporcionarle liquidez en caso de necesitarla. Por tanto, estará repercutiendo sobre el resto de la sociedad, vía impresión de dinero y la consecuente degradación monetaria, la posibilidad de que el banco sistémico quiebre a raíz del descalce de plazos que lucrativamente ha estado efectuando.

Esto no es otra cosa que un ejemplo más de un «problema de [riesgo moral](#)», en el que el agente en cuestión no tiene incentivo a actuar de manera correcta, pues sabe que no tendrá que rendir cuentas por ello.

10 Conclusión

La teoría de la liquidez no niega el núcleo explicativo de la teoría austríaca del ciclo económico, sino que lo reformula sobre una base financiera más precisa y moderna. Ambas teorías comparten la idea de que el ciclo surge de una descoordinación intertemporal entre ahorro e inversión que altera la estructura productiva y conduce a una fase de auge artificial seguida de crisis y recesión.

La aportación específica de la teoría de la liquidez consiste en desplazar el foco desde la reserva fraccionaria hacia el deterioro de la liquidez de los intermediarios financieros. El problema central no sería, por tanto, la mera existencia de pasivos bancarios a la vista, sino su utilización para financiar activos de larga duración que no generan flujos de caja compatibles con la exigibilidad de esos pasivos.

Desde esta perspectiva, el ciclo económico aparece como el resultado de una estructura financiera que permite prometer liquidez a corto plazo mientras se inmovilizan recursos en proyectos de largo plazo. Cuando los agentes reclaman esa liquidez y los activos subyacentes todavía no han realizado su valor, la economía se ve obligada a liquidar inversiones, refinanciar deudas o asumir pérdidas, dando lugar al proceso de crisis y reajuste.

El papel del Estado y del banco central agrava este problema cuando socializan el riesgo de iliquidez, pues reducen los incentivos de los intermediarios financieros a preservar una estructura equilibrada entre sus activos y pasivos. Por ello, la teoría de la liquidez ofrece una explicación del ciclo que conserva el trasfondo austríaco pero lo moderniza eliminando el foco en la reserva fraccionaria para ponerlo sobre el deterioro de la liquidez.

Referencias

- [1] Menger, C. (1909). *Geld*. En *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*.
- [2] Friedman, M. (1959). *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press.
- [3] Böhm-Bawerk, E. von. *Capital and Interest*.
- [4] Huerta de Soto, J. *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*.
- [5] Rothbard, M. N. *Man, Economy, and State*.
- [6] Rallo, J. R. *La teoría de la liquidez*. Conferencia. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=8-9qjkGVYzI&t=2371s>
- [7] Rallo, J. R. *Teoría de la liquidez*. Conferencia. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=-DmAKSCIrBM>
- [8] Rallo, J. R. *Vídeo sobre teoría de la liquidez y ciclos económicos*. Vídeo de YouTube. Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=Sh-2kgMmSVg>