

CAPÍTULO 35

OCHO PREFACIOS A *DINERO, CRÉDITO BANCARIO Y CICLOS ECONÓMICOS* (1998-2023)¹

PREFACIO A LA 8^a EDICIÓN (2023)

Con gran alegría escribo este Prefacio a la 8.^a edición de mi libro *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* que fue publicado por primera vez en 1998, es decir, hace ahora exactamente veinticinco años. Agotada rápidamente la séptima y anterior edición, que vio la luz en plena Pandemia a finales de 2020, he aprovechado de nuevo para revisar con esmero toda la obra², efectuando una serie de mejoras de detalle y actualizaciones bibliográficas que, no obstante, no modifican ni su estructura ni paginación, con lo que se facilita así la labor de los estudiosos a la hora de citarlo e impulsar su uso como manual de investigación.

La evolución de los acontecimientos económicos y financieros recientes no solo confirma, una vez más, la plena actualidad y capacidad

¹ He considerado conveniente reproducir aquí estos Prefacios de forma conjunta y en orden cronológico inverso para que el lector pueda apreciar la interpretación que hice en los mismos del contexto y hechos económicos más relevantes de los últimos veinticinco años en el ámbito financiero, bancario y de los ciclos económicos. Se podrá así constatar mejor, no sólo el poder analítico del instrumento teórico desarrollado en el libro cara a interpretar la realidad y utilizarlo como la mejor ilustración teórica, sino además de qué manera a menudo hizo posible la predicción, o mejor dicho, la anticipación de forma muy ajustada de importantes hechos económicos futuros (como la Gran Recesión de 2008 o el gran repunte inflacionario acaecido a partir de 2021), que aún no habían sucedido al momento de escribir el correspondiente Prefacio. Todo ello en contraste con los teóricos del mainstream que, en su inmensa mayoría, fueron los primeros sorprendidos por la evolución de los acontecimientos. Todo ello confirma, una vez más, que no hay nada más práctico, sobre todo para orientar con éxito nuestra acción futura, que una buena y verdadera teoría, como lo es la teoría del capital y de los ciclos económicos de la Escuela Austriaca de Economía.

² Deseo manifestar mi agradecimiento a D.^a Betzabeth Rasse por su importante colaboración en esta tarea.

explicativa del análisis desarrollado en este libro, sino que además pone de manifiesto cómo el enfoque dinámico de la teoría del capital y de los ciclos económicos que es propio de la Escuela Austriaca de Economía ha sido el único capaz de comprender plenamente y dar cuenta de los complejos fenómenos monetarios, económicos y financieros que tanto impacto tienen sobre la economía real y, por tanto, sobre nuestras propias vidas.

Sin ir más lejos, y como ya anunciábamos en el Prefacio de la anterior edición, las políticas monetarias ultralaxas emprendidas por los bancos centrales e impulsadas aún más so pretexto de la Pandemia han generado en todo el mundo un proceso inflacionario sin precedentes en más de cuarenta años. En efecto, en cuanto se ha vuelto a la normalidad y ha desaparecido la lógica y elevada incertidumbre derivada de la crisis sanitaria, la demanda monetaria ha vuelto a su ser, aflorando en el mercado un volumen muy cuantioso de oferta monetaria que, habiendo sido previamente creada e inyectada en el sistema por los bancos centrales, permanecía no obstante sin gastar, es decir atesorada por los agentes económicos³. Como consecuencia, el poder adquisitivo del dinero no ha dejado de caer y aún seguirá depreciándose durante bastantes meses más hasta que se culmine el necesario reajuste de la relación monetaria. Los bancos centrales, encabezados por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, han perdido, por tanto, toda su credibilidad pues, en un primer momento, ni siquiera consideraron en sus sofisticados modelos matemáticos que se pudiera producir un proceso inflacionario, y en un segundo momento, cuando éste surgió, defendieron hasta el último momento que la inflación sería un fenómeno casi efímero y transitorio. Finalmente, cuando la evolución de los acontecimientos les ha convencido de lo contrario, no han tenido más remedio que elevar, muchas veces a regañadientes, unos tipos nominales de interés que no podrán considerarse «normalizados» mientras no superen la cota del 4 por ciento, si es que persisten en lograr y finalmente alcanzan el tan cacareado objetivo del 2 por ciento de inflación que mutuamente se han autoimpuesto.

³Por vía de ilustración, la masa monetaria inyectada por la Reserva Federal supuso su crecimiento de 14 a 19 millones de millones de dólares en poco más de dos años, habiendo sido la inyección monetaria del Banco Central Europeo ligeramente menor pero muy similar, lo que exige que al menos haya de transcurrir un periodo de unos 4 años, de los que ya han pasado casi dos, con una inflación muy significativa (entre el 6 y el 8 por ciento) hasta que los precios logren absorber todo este impacto monetario.

En cuanto al impacto real del actual proceso de «normalización» monetaria, y tal y como explica la Teoría Austriaca del Ciclo Económico que se expone con detalle en este libro, sin duda alguna que ya se está evidenciando la necesidad de efectuar significativos reajustes en la estructura productiva. Aunque con razón pueda argumentarse que la descoordinación y mala inversión generalizadas no han sido tan profundas en este último ciclo, protagonizado por el parón económico derivado de los confinamientos, en comparación con el daño inducido durante la década de exuberancia irracional y expansión crediticia previas a la Gran Recesión de 2008, sin duda alguna que, en todo caso, habrá que hacer frente a importantes saneamientos y reestructuraciones que aún están por descubrir y culminar. Estos muy probablemente se aglutinen en relación con, no solo aquellos cuyas reformas quedaron pendientes durante el ciclo anterior, sino también con las empresas y proyectos «zombies» que sólo han podido sobrevivir en el entorno de inundación monetaria y tipos de interés nulos y negativos irresponsablemente impulsado por los Bancos Centrales durante la última década, y que ha afectado especialmente a sectores como los de nuevas tecnologías, «start ups», inversiones medioambientales, «private equity», criptomonedas y, en general, a todos aquellos que invirtieron en títulos de renta fija pública o privada a unos precios que artificialmente habían alcanzado unos niveles sin precedentes en la historia de la humanidad⁴.

Como es «de libro», y se explica con detalle especialmente en el Capítulo V, la necesaria reestructuración siempre comienza con la crisis financiera de las entidades de crédito marginalmente más vulnerables y que, en el momento de escribir estas líneas ya se ha cobrado la vida, o está afectando muy gravemente, a entidades como el Silicon Valley Bank, Signature, FTX, First Republic Bank y decenas de bancos más al otro lado del Atlántico, siendo paradigmático en Europa el caso de la grave crisis bancaria del hasta ahora emblemático y más que centenario Credit Suisse. En todo caso, la solución definitiva a la crisis de confianza en el sistema bancario solo podrá lograrse impulsando la reforma que diseñamos en el Capítulo IX de este libro. Esta se basa en considerar que los depósitos a la vista ya son dinero, o mejor sustitutos monetarios perfectos que están circulando y cuya desaparición en gravísimo perjuicio de sus inocentes

⁴ Debe mencionarse, a modo de ilustración la grave crisis de octubre de 2022 de los fondos de pensiones británicos que invirtieron en productos relacionados con la renta fija y que obligaron al Banco de Inglaterra a intervenir cuando ante la subida de tipos sus precios se desplomaron en los correspondientes mercados financieros.

titulares es preciso evitar a toda costa. Pero a la vez debe bloquearse del todo la posibilidad de que los depósitos así garantizados se utilicen para piramidar ulteriores y muy cuantiosas expansiones crediticias, para lo cual es imprescindible restablecer el coeficiente de caja del 100 por cien por los depósitos a la vista y equivalentes, pudiendo utilizarse los activos que hasta ahora han figurado como contrapartida contable de los mismos para cancelar gran parte del alto nivel de endeudamiento de los diferentes gobiernos. Cualesquiera otras reformas (nuevo incremento de la regulación, mayores exigencias de capital o de coeficiente de liquidez, etc., etc.) no son sino simples «parcheos» y están condenadas, como en el pasado, una y otra vez a fracasar pues no abordan la abolición de la reserva fraccionaria que es la causa última y único origen de todos los demás problemas que nos aquejan en este ámbito.

La situación, por tanto, en la que se encuentran los Bancos Centrales, y en la que se han metido ellos mismos, no es nada cómoda. Por un lado, deben seguir con una política monetaria restrictiva y elevando por tanto los tipos nominales de interés si quieren poner coto a la inflación. Pero por otro lado, solo pueden calmar las crisis bancarias inyectando en el sistema aún más liquidez con el altísimo riesgo que ello conlleva de que la inflación se haga crónica y surja la tan temida «recesión inflacionaria». En todo caso, es prioritario que las políticas económicas se alejen del populismo, y se reintroduzcan los principios del presupuesto equilibrado, la reducción del gasto público y de los impuestos y la liberalización y flexibilización a todos los niveles de la economía para facilitar al máximo y hacer posible la necesaria y rápida reestructuración de la economía basada en proyectos de inversión sostenibles, generadores de empleo abundante y de calidad, y que solo pueden ser descubiertos e impulsados por una clase empresarial vigorosa que recupere su confianza en un entorno de respeto y apoyo a la economía de mercado.

No querría terminar este prefacio sin dejar de referirme al importante desarrollo que ha alcanzado la Escuela Austriaca de Economía, en general, y en particular la denominada «Escuela Austriaca de Madrid», que he tenido el honor y privilegio de venir impulsando, y no solamente en el mundo de habla hispana, durante los últimos cuarenta años. La inminente publicación del libro de nuestro ya «cronista oficial» el profesor Cristóbal Matarán⁵, el veinte aniversario de nuestra revista científica *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, el decimoséptimo aniversario del Máster Oficial en economía de la Escuela Austriaca que

⁵ Cristóbal Matarán, *La Escuela Austriaca de Madrid*, Unión Editorial, Madrid 2023.

imparto en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, las seis ediciones de la «Madrid Conference on Austrian Economics» organizada en la Universidad Rey Juan Carlos junto con la Universidad de Lübeck en Alemania, y otros diversos eventos y publicaciones⁶ avalan y dan fe del importante esfuerzo académico e investigador sobre la Escuela Austriaca que se está llevando a cabo en nuestro país. No obstante, el principal mérito radica en el cada vez más nutrido número de jóvenes (y no tan jóvenes) profesores, investigadores, doctores, discípulos y como no, estudiantes universitarios, que vienen prestando con gran entusiasmo todo su esfuerzo y dedicación a profundizar e impulsar el avance del noble y fructífero enfoque de la Escuela Austriaca de Economía. A todos ellos dedico especialmente esta nueva edición.

⁶ Véase por ejemplo el capítulo 9 de *The Austrian School of Economics in the 21st Century: Evolution and Impact*, Annette Godart-van der Kroon y Joseph Salerno (eds.) Springer, Bruselas 2023, especialmente pp. 85-115, Krzysztof Turowski y Mateusz Machaj, «The Present State of Austrian School of Economics in Europe»; Cristóbal Matarán, «The Austrian School of Madrid», *The Review of Austrian Economics*, vol. 36, nº 1, 2023, pp. 61-76; y William Hongsong Wang, «Jesús Huerta de Soto: The Synthesizer of the Austrian School», *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, vol. XIV, nº 2, 2017, pp. 173-202.

PREFACIO A LA 7^a EDICIÓN (2020)

A punto de cumplirse veintidós años desde que *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* fuera publicado por primera vez, presentamos al mundo académico e investigador, así como a los estudiantes universitarios y al público en general, esta su séptima edición completamente revisada. A efectos de facilitar las citas y referencias que de forma creciente vienen haciendo los estudiosos de este libro hemos procurado mantener la paginación, y ello a pesar de las diversas mejoras y modificaciones (así como nueva bibliografía) que, aunque no muy numerosas, hemos considerado conveniente añadir.

La evolución de los acontecimientos económicos desde la anterior edición aparecida en 2016 ha continuado protagonizada por las políticas monetarias ultralaxas orquestadas por los diferentes bancos centrales y, en concreto, por el Banco Central Europeo. Este último, a partir del verano de 2019, y en un contexto de fuertes enfrentamientos en su consejo de gobierno, no solo terminó acentuando su política de tipos de interés negativos sino que, además, reintrodujo el programa de compra de bonos soberanos y deuda corporativa so pretexto de que aún permanecía latente un alto nivel de incertidumbre. El resultado de todas estas decisiones monetarias ha impactado muy negativamente en las economías de la eurozona. En efecto, no solo se han detenido todas las reformas estructurales que son imprescindibles y estaban pendientes, sino que además, el creciente intervencionismo gubernamental ha inducido un claro proceso de aletargamiento económico y social, que he estudiado con detalle en mi artículo sobre la «La japonización de la Unión Europea».⁷

Sobre esta preocupante situación se ha superpuesto la grave Pandemia de Covid-19 que, procedente de China, se ha extendido por todo el mundo a partir del primer trimestre de 2020, y frente a la que los diferentes gobiernos han reaccionado paralizando por decreto la mayor parte de las actividades económicas y confinando coactivamente a su población durante un periodo de varios meses. Es claro que aunque, en el momento de escribir estas líneas, se hable por doquier de la necesidad de «reconstruir» nuestras economías, lo cierto es que no es preciso reconstruir nada. Nuestras empresas, instalaciones, fábricas y equipo capital están ahí y permanecen intactos, solo pendientes para ser de nuevo puestos en funcionamiento por una clase empresarial dinámica e

⁷Jesús Huerta de Soto, «La japonización de la Unión Europea», *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, Vol. XVI, otoño 2019, pp. 317-342.

innovadora que, en un entorno de libertad, bajos impuestos y confianza recuperada, pueda de nuevo dedicar todo su esfuerzo e ingenio a detectar y satisfacer las necesidades a corto, medio y largo plazo de toda la población. Aunque todavía es muy pronto para conocer la evolución concreta de la próxima recuperación económica, el caso es que no existen indicios de que se haya producido una modificación significativa en la tasa social de preferencia temporal que pudiera obligar, tal y como se explica en este libro, a efectuar cambios generalizados en la estructura productiva de bienes de capital. Y salvo algunos sectores específicos más vulnerables a posibles cambios de hábito social que pudieran consolidarse, como son los de turismo, transporte, hostelería y espectáculos, es muy posible que no sea necesario acometer reestructuraciones más dolorosas y duraderas, como las que son propias de las fases del ciclo posteriores a una expansión crediticia y que también estudiamos con detalle en este libro. Por todo ello, sin duda alguna, el riesgo más grave en los actuales momentos es que se pretenda paliar la situación postpandémica con nuevas dosis de expansión monetaria, gasto gubernamental e intervencionismo económico que harán más dolorosa y duradera la recuperación si es que no la detienen del todo, o incluso generan, una vez superado el natural incremento de incertidumbre y demanda monetaria propios de los actuales momentos, un grave proceso acumulativo de recesión inflacionaria, como no se ha experimentado en el mundo desde los años setenta del siglo pasado.⁸

En todo caso nuestra mayor esperanza es que el instrumental analítico y las enseñanzas contenidas en el presente libro sean de utilidad para que sus lectores puedan comprender mejor los acontecimientos económicos que les rodean y los perniciosos efectos de las políticas que se están desarrollando con el pretexto de hacer frente a los desafíos que nos acechan.

⁸ Jesús Huerta de Soto, «Los efectos económicos de la Pandemia: un análisis austriaco» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, Vol. XVIII, n.º 1, Primavera 2021, pp. 13 a 57

PREFACIO A LA 6^a EDICIÓN (2015)

Es para mí una satisfacción presentar esta sexta edición de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* a los lectores de habla española. Esta nueva edición ha sido completamente revisada e incorpora, entre otras modificaciones y añadidos de menor importancia, la bibliografía más relevante que se ha publicado sobre el tema desde la anterior edición de 2011. En este sentido, es importante constatar el creciente número de economistas, incluso del «mainstream neoclásico»⁹, que están terminando por reconocer la plena validez teórica del enfoque austriaco como paradigma explicativo de la crisis económica y financiera que ha afectado al mundo en los últimos años y cuyas consecuencias todavía distan mucho de haber sido superadas definitivamente. En todo caso, he procurado que las mejoras y comentarios bibliográficos añadidos no afectaran significativamente a la paginación de la obra, con la finalidad de que pueda seguir siendo citada por los estudiosos y especialistas de forma coherente con las ediciones anteriores.

Desde la aparición de la última edición hace ahora cuatro años, los hechos económicos han evolucionado en plena consonancia con el análisis efectuado en este libro. Quizás las principales novedades hayan sido el programa de monetización masiva de la deuda pública (*quantitative easing*) emprendido por la Reserva Federal de Estados Unidos, con tan parcos resultados, y la claudicación del Banco Central Europeo, en un contexto de «paranoia antideflacionista»¹⁰ a las presiones de la Reserva Federal y, en general, de todos aquellos interesados en poner fin a las políticas de austeridad y disciplina que tanto bien han hecho a los países que, como en el caso de España, se vieron más afectados por la crisis. En efecto, el comienzo a partir de marzo de 2015 del programa europeo de compra de activos financieros gubernamentales, a razón de 60.000 millones de euros al mes, amenaza, si no es retirado a tiempo, con bloquear las reformas necesarias, especialmente en Francia e Italia, y sobre todo hace peligrar el futuro del euro como moneda común de los países de Europa.¹¹ Por último,

⁹ La bibliografía más relevante puede encontrarse, por ejemplo, en la nota 116 del capítulo VI, p. 393.

¹⁰ Véase mi conferencia «La paranoia antideflacionista», cap. 15 de *Ensayos de Economía Política*, Unión Editorial, Madrid 2014. La deflación basada en el crecimiento de la productividad incrementa los salarios reales, incentiva al ahorro, y fomenta la inversión sostenible a largo plazo, todo ello en un entorno que pone coto a la indisciplina e irresponsabilidad financiera de gobernantes, sindicatos y grupos de interés.

¹¹ Véase mi artículo «En defensa del euro: un enfoque austriaco (con una crítica a los errores del B.C.E. y al intervencionismo de Bruselas)», cap. 8 de *Ensayos de Economía*

no podemos dejar de mencionar el «pinchazo» de la burbuja especulativa que ha afectado a China durante los últimos años y que, no importa cuales sean las medidas políticas y económicas que más o menos a la desesperada se tomen, harán ineludible una completa reestructuración de la economía china para detectar y abandonar las múltiples malas inversiones inducidas durante los años de expansión artificial del crédito, permitiendo que sea el mercado, libre de interferencias y regulaciones perjudiciales, el que descubra los proyectos sostenibles orientados a satisfacer en tiempo y forma los verdaderos deseos de los consumidores.

Finalmente, es también una gran alegría para el autor de estas líneas constatar el creciente interés que el análisis de la Escuela Austriaca está adquiriendo en todo el mundo y una de cuyas manifestaciones más sorprendentes es el elevado número de traducciones de este libro que han sido culminadas y publicadas. En total, el libro se ha publicado ya en dieciséis lenguas distintas (incluyendo seis ediciones en español, tres en inglés, así como las ediciones en alemán, francés, italiano, portugués, árabe, japonés, chino, ruso, polaco, checo, húngaro, rumano, holandés y brasileño), aparte de otras ocho traducciones ya culminadas o a punto de culminar pendientes de publicación (en hindú, coreano, sueco, griego, turco, finlandés, búlgaro y serbio). Todo ello supone un fenómeno editorial sin precedentes para una obra de la Escuela Austriaca que, sin embargo, más que a un mérito de su autor, se debe a la gran tradición científica de la que es heredero y, sobre todo, al hecho incuestionable de que el noble enfoque austriaco ha podido dar respuesta a los interrogantes teóricos, históricos y éticos que nos aquejan.

Política, ob. cit. Este programa de compra masiva de bonos gubernamentales europeos, no solo elimina prácticamente cualquier incentivo para que los gobiernos implicados lleven a cabo las necesarias reformas de austeridad y liberalización económica que todavía tienen pendientes, sino que además genera adicción y dificulta la necesaria reestructuración y el incipiente crecimiento sostenible que ya empezaba a experimentar Europa, poniendo las bases de una nueva burbuja especulativa que, alimentada por el exceso de liquidez y los tipos de interés reales prácticamente nulos o incluso negativos, crea toda clase de incentivos perversos, que inducen malas inversiones generalizadas e impulsan todo tipo de proyectos especulativos carentes de sostenibilidad a largo plazo.

PREFACIO A LA 5^a EDICIÓN (2011)

Durante los dos años transcurridos desde la anterior edición de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* ha continuado el proceso de recesión económica que se desencadenó a partir de la crisis financiera de 2007. Este proceso ha consistido en el ineludible reajuste y reestructuración microeconómica de una estructura productiva real que, como consecuencia de la expansión crediticia de los años previos de «burbuja especulativa», se había hecho insostenible. Aunque la política fiscal y monetaria de los gobiernos en muchas ocasiones ha sido errática y contraproducente, al final el crecimiento desmesurado del déficit de las administraciones públicas ha generado en los mercados internacionales una crisis de la deuda pública soberana de tal gravedad, que los diferentes gobiernos, uno a uno, se han visto obligados a tomar medidas, siquiera sean tímidas, en la buena dirección, reduciendo el gasto público y el intervencionismo y regulación de la economía, y flexibilizando y liberalizando los mercados de factores de producción y, en especial, el mercado de trabajo.

En este sentido es preciso resaltar la situación de aquellos países que, como España, por primera vez en su historia han tenido que afrontar una profunda crisis económica sin autonomía de política monetaria, por formar ya parte de la Unión Monetaria Europea. Para estos países el euro, de forma similar al papel que jugó en su día el patrón oro, ha acabado con el nacionalismo monetario y con la posibilidad de reaccionar ante las crisis expandiendo la masa monetaria, depreciando o devaluando la moneda y posponiendo indefinidamente las necesarias reformas estructurales de austeridad del sector público y liberalización económica. Curiosamente, por primera vez, nuestros políticos no han tenido más remedio que decir finalmente la verdad sobre la gravedad de la situación a los ciudadanos, emprendiendo reformas que hasta ahora parecía impensable que fueran políticamente posibles. Y, aunque solo sea por esto, deben estar especialmente agradecidos al euro al menos aquellos miembros de la Unión Monetaria que hasta ahora normalmente habían seguido políticas económicas menos austeras y más irresponsables.¹²

¹² Véase mi artículo «En defensa del euro: un enfoque austriaco», *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, vol. 9, n.º 1, Primavera 2012, pp. 15-49. Distinta es, sin duda, la percepción de Alemania, cuya tradicional austeridad monetaria corre peligro de desestabilizarse como consecuencia del euro. Véase en este sentido a Philipp Bagus, *The Tragedy of the Euro*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2011.

En este contexto económico y político, el análisis contenido en el presente libro sobre las causas de la crisis y las necesarias reformas del actual sistema bancario y financiero para que las mismas no se reproduzcan inevitablemente en el futuro, adquiere la máxima actualidad y relevancia. Buena prueba de ello, y a modo de botón de muestra, ha sido, por ejemplo, la presentación en el Parlamento del Reino Unido por parte de dos diputados tories de un proyecto de ley tendente a culminar la ley bancaria de Peel de 19 de julio de 1844 (curiosamente todavía en vigor) exigiendo también el coeficiente de caja del 100 por cien para los depósitos a la vista y equivalentes, todo ello en consonancia con una de las tres prescripciones contenidas en el presente libro (siendo las otras dos la eliminación de los bancos centrales y la vuelta al patrón oro clásico), y a cuyo autor citaron expresamente en su presentación ante dicha Cámara.¹³ En todo caso, el mero hecho de que se discuta a nivel político este proyecto de reforma tiene, por sí solo, una extraordinaria importancia y hace abrigar esperanzas de que quizás ya nos estemos moviendo en la buena dirección.

Otro motivo de esperanza, y a la vez de satisfacción para el autor de estas líneas, es el creciente número de traducciones en lenguas extranjeras del presente libro que han visto la luz en el corto espacio del tiempo transcurrido desde su última edición en 2009. En concreto, y en este periodo, se han publicado las traducciones polaca, checa, rumana, holandesa, francesa, alemana e italiana. En suma, y hasta la fecha de redacción de este prefacio, el libro se ha traducido a trece idiomas distintos habiéndose publicado en diez países diferentes.¹⁴

¹³ Se trata del *Financial Services (Regulation of Deposits and Lending) Bill* presentado en el Parlamento Británico el 15 de septiembre de 2010 por los diputados tories por Clacton y Wycombe, Douglas Carswell y Steve Baker y cuyo discurso de presentación se encuentra publicado en el boletín de debates parlamentarios *Hansard* de dicha fecha (volumen 515, n.º 46, pp. 904-905) [Posteriormente, y en el mismo sentido, la denominada *Vollgeld Initiative* instó un referéndum en Suiza el 10 de junio de 2019, con el objetivo de establecer en la banca un coeficiente de caja del 100 por cien].

¹⁴ Deseo expresar mi especial agradecimiento a los traductores y editoriales de las siguientes ediciones: polaca (traducción de Grzegorz Luczkiewicz publicada en Varsovia por el Instytut Ludwiga von Misesa en 2009); checa y eslovaca (traducción de M. Fronék, A. Túma, D. Vorechovsky, J. Havel y M. Janda, publicada en Praga por ASPI-Wolters Kluwer en 2009); rumana (traducción de Diana Costea y Tudor Smirna, publicada en Iași por la editorial de la Universidad «Alexandru Ioan Cuza» en 2010); holandesa y flamenco (traducción de Tuur Demeester y Koen Swinkels, publicada en Lovaina y La Haya por ACCO en 2011); francesa (traducción de la

En todo caso, y con independencia de que estos indicios en el futuro se vean confirmados y coronados con el éxito nuestra responsabilidad inalienable como universitarios y teóricos de la economía, consiste en centrar todos nuestros esfuerzos en la investigación y en la búsqueda de la verdad científica, entregando a las generaciones futuras un cuerpo de conocimientos y principios que les permita impulsar sin trabas y potenciar sin límites el avance de la humanidad y la civilización.¹⁵

profesora Rosine Létinier, publicada en Paris por L'Harmattan en 2011); alemana (traducción del profesor Philipp Bagus, publicada por Lucius & Lucius en 2011); e italiana (traducción de Giancarlo Ianulardo, publicada por Rubbettino en 2011). Por último, ya se han finalizado las traducciones china, portuguesa, japonesa y árabe, que serán publicadas, Dios mediante, próximamente.

¹⁵ En esta línea debe recomendarse el excepcional libro de Jörg Guido Hülsmann, *The Ethics of Money Production*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008. Traducción española de José Manuel Carballido, publicada por Unión Editorial, Madrid, 2021.

PREFACIO A LA 4^a EDICIÓN (2008)

Me complace presentar a los lectores de habla española la cuarta edición de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, especialmente necesaria en los actuales momentos en los que se están desencadenando con toda virulencia la grave crisis financiera y la consiguiente recesión económica mundial que veníamos anunciando desde que hace ya diez años se publicara la primera edición de este libro.

* * *

La política de expansión artificial del crédito consentida y orquestada por los bancos centrales durante los últimos quince años no podía terminar de otra forma. El ciclo expansivo que ahora ha visto su fin se refuerza a partir de que la economía norteamericana saliera de su última recesión (fugaz y reprimida) en 2001 y la Reserva Federal reemprendiera la gran expansión artificial crediticia e inversora iniciada a partir de 1992. Esta expansión crediticia no se vio respaldada por un aumento paralelo del ahorro voluntario de las economías domésticas. Durante varios años la masa monetaria en forma de billetes y depósitos ha crecido a un ritmo medio superior al 10 por ciento anual (lo que equivaldría a duplicar en cada periodo de 7 años el volumen total de dinero que circula en el mundo). Esta grave inflación fiduciaria de los medios de pago se ha colocado en el mercado por el sistema bancario en forma de créditos de nueva creación concedidos a tipos de interés muy reducidos (incluso negativos en términos reales), lo que ha impulsado una burbuja especulativa en forma de importante subida en los precios de los bienes de capital, activos inmobiliarios y títulos representativos de los mismos que se intercambian en las bolsas de valores, cuyos índices crecieron de forma espectacular.

Curiosamente, y al igual que ocurriera en los «felices» años previos a la Gran Depresión de 1929, el *shock* de crecimiento monetario no ha impactado de forma significativa a los precios del subconjunto de bienes y servicios de consumo (aproximadamente tan sólo un tercio del total de bienes). Y es que en la última década, al igual que en los años veinte del siglo pasado, se ha experimentado un notable aumento de la productividad, resultado de la introducción masiva de nuevas tecnologías y de importantes innovaciones empresariales que, en ausencia de la inyección monetaria y crediticia, habrían producido una saludable y continua reducción en el precio unitario de los bienes y servicios de consumo. Además, la plena incorporación al mercado globalizado de

las economías china e india ha impulsado aún más la productividad real de bienes y servicios de consumo. Que no se haya producido una sana deflación de precios en los bienes de consumo, en una etapa de tan gran crecimiento de la productividad como la de los últimos años, es la principal prueba de que el proceso económico se ha visto muy perturbado por el *shock monetario*, fenómeno éste que analizamos con detalle en el epígrafe 9 del capítulo VI.

Tal y como explicamos en este libro, la expansión crediticia artificial y la inflación de medios de pago (fiduciaria) no constituyen un atajo que haga posible el desarrollo económico estable y sostenido, sin necesidad de incurrir en el sacrificio y en la disciplina que supone toda tasa elevada de ahorro voluntario (que, por el contrario, sobre todo en Estados Unidos, durante los últimos años no sólo no ha crecido sino que incluso en ocasiones ha experimentado tasas negativas). Y es que las expansiones artificiales del crédito y del dinero siempre son, como mucho, «pan para hoy y hambre para mañana». En efecto, hoy no existe duda alguna sobre el carácter recesivo que, a la larga, siempre tiene el *shock monetario*: el crédito de nueva creación (no ahorrado previamente por los ciudadanos) pone de entrada a disposición de los empresarios una capacidad adquisitiva que éstos gastan en proyectos de inversión desproporcionadamente ambiciosos (durante los últimos años especialmente en el sector de la construcción y las promociones inmobiliarias), es decir, como si el ahorro de los ciudadanos hubiera aumentado, cuando de hecho tal cosa no ha sucedido. Se produce así una descoordinación generalizada en el sistema económico: la burbuja financiera («exuberancia irracional») afecta negativamente a la economía real y tarde o temprano el proceso se revierte en forma de una recesión económica en la que se inicia el doloroso y necesario reajuste que siempre exige la readaptación de toda estructura productiva real que se ha visto distorsionada por la inflación. Los detonantes concretos que anuncian el paso de la euforia propia de la «borrachera» monetaria a la «resaca» recesiva son múltiples y pueden variar de un ciclo a otro. En las circunstancias actuales han actuado como detonantes más visibles la elevación del precio de las materias primas y especialmente del petróleo, la crisis de las denominadas hipotecas *subprime* en Estados Unidos y finalmente, la crisis de importantes instituciones bancarias al descubrirse en el mercado que el valor de sus activos (préstamos hipotecarios concedidos) era inferior al de sus pasivos.

En las actuales circunstancias son muchas las voces interesadas que reclaman ulteriores reducciones en los tipos de interés y nuevas inyecciones monetarias que permitan al que quiera culminar sin pérdidas sus

inversiones. Sin embargo, esta huida hacia adelante sólo logaría posponer temporalmente los problemas a costa de hacerlos luego mucho más graves. En efecto, la crisis ha llegado porque los beneficios de las empresas de bienes de capital (especialmente en los sectores de construcción y promociones inmobiliarias) han desaparecido como resultado de los errores empresariales inducidos por el crédito barato, y porque los precios de los bienes de consumo han empezado a comportarse relativamente menos mal que los de los bienes de capital. A partir de este momento se inicia un doloroso e inevitable reajuste que, a los problemas de caída de la producción y aumento del desempleo, se está añadiendo todavía un crecimiento en los precios de los bienes de consumo (recesión inflacionaria o «estanflación»).

El análisis económico más riguroso y la interpretación más fría y ponderada de los últimos acontecimientos económicos y financieros refuerzan la conclusión de que, al igual que sucedió con los fracasados intentos de planificar desde arriba la extinta economía soviética, es imposible que los Bancos Centrales (verdaderos órganos de planificación central financiera) sean capaces de acertar en la política monetaria más conveniente para cada momento. O expresado de otra forma, el teorema de la imposibilidad económica del socialismo, descubierto por los economistas austriacos Ludwig von Mises y Friedrich A. Hayek, según el cuál es imposible organizar económicamente la sociedad en base a mandatos coactivos emanados de un órgano de planificación, dado que éste nunca puede llegar a hacerse con la información que necesita para dar un contenido coordinador a sus mandatos, es plenamente aplicable a los Bancos Centrales en general, y a la Reserva Federal y en su momento a Alan Greenspan y hoy a Ben Bernanke en particular: nada hay más peligroso que caer en «la fatal arrogancia» —en feliz expresión de Hayek— de creerse omnisciente o al menos tan sabio y poderoso como para ser capaz de ajustar en cada momento la política monetaria más conveniente (*fine tuning*). De manera que lo más probable es que la Reserva Federal y, en alguna menor medida, el Banco Central Europeo, más que suavizar los movimientos más agudos del ciclo económico, hayan sido los principales artífices responsables de su génesis y agravamiento. La disyuntiva para Ben Bernanke y su consejo en la Reserva Federal y para el resto de los Bancos Centrales (encabezados por el europeo) no es, por tanto, nada cómoda. Durante años han hecho dejadez de su responsabilidad monetaria y ahora se encuentran en un callejón sin salida: o dejan que el proceso recesivo se inicie ya y con él el saludable y doloroso reajuste; o huyen hacia adelante «dándole al borracho, que ya siente con toda su virulencia

la resaca, más alcohol», con lo que las probabilidades de caer en un futuro no muy lejano en una aún más grave recesión inflacionaria aumentarían exponencialmente (éste fue precisamente el error que se cometió tras el crash bursátil de 1987, que nos llevó a la inflación de finales de los ochenta y terminó en la grave recesión de 1990-1992). Además, reiniciar a estas alturas una política de crédito barato no puede sino dificultar la necesaria liquidación de las inversiones no rentables y la reconversión de las empresas, pudiendo incluso llegar a hacer que la recesión se prolongue indefinidamente, como le ha sucedido a la economía japonesa en los últimos años, que tras probar todas las intervenciones posibles, ha dejado de responder a estímulo alguno de expansión crediticia monetarista o de tipo keynesiano. En este contexto de «esquizofrenia financiera» hay que interpretar los últimos «palos de ciego» dados por las autoridades monetarias (responsables de dos objetivos íntimamente contradictorios: por un lado controlar la inflación, y por otro inyectar toda la liquidez necesaria para evitar el desmoronamiento del sistema financiero). Y así la Reserva Federal un día salva a Bear Stearns (y después a AIG, Fannie Mae y Freddie Mac o Citigroup) para al siguiente dejar caer a Lehman Brothers, bajo el pretexto más que justificado de «dar una lección» y no alimentar el *moral hazard* o «riesgo moral». Después, y ante el cariz que tomaban los acontecimientos, se aprueba un plan de 700 mil millones de dólares para comprar los eufemísticamente denominados activos «tóxicos» o «ilíquidos» (es decir, sin valor) de la banca que, si se financia con cargo a impuestos (y no haciendo más inflación) habrá de suponer una gran carga impositiva para las economías domésticas, justo en el momento en que éstas menos pueden permitírsela. Por último, y ante las dudas de que dicho plan pueda surtir algún efecto, se opta por inyectar dinero público directamente a los bancos, e incluso por «garantizar» la totalidad de sus depósitos reduciendo casi a cero los tipos de interés.

La situación comparativa de las economías de la Unión Europea es algo menos mala que la norteamericana (dejando ahora de lado el efecto expansivo de la deliberada política de depreciación del dólar, y las relativamente mayores rigideces europeas especialmente en el mercado laboral, que tienden a hacer más duraderas y dolorosas las recesiones en nuestro Continente). La política expansiva del Banco Central Europeo, aunque no exenta de graves errores, ha sido algo menos irresponsable que la de la Reserva Federal. Además, el cumplimiento de los criterios de convergencia supuso en su día un notable y saludable saneamiento de las principales economías europeas. Solamente los países periféricos como Irlanda y, sobre todo, España, se vieron inmersos desde que

iniciaron su proceso de convergencia en una importante expansión crediticia. El caso de nuestro país, España, es paradigmático. Nuestra economía experimentó un *boom* económico que, en parte, se debió a causas reales (reformas estructurales de liberalización emprendidas a partir de los gobiernos de José María Aznar en 1996); pero, en otra parte nada desdeñable, se vio alimentado por una expansión artificial del dinero y del crédito, que crecieron a una tasa que casi triplicó la evolución de esas mismas magnitudes en Francia o Alemania. Nuestros agentes económicos en gran medida interpretaron la bajada de los tipos de interés, resultado del proceso de convergencia, en los términos de relajación monetaria que han sido tradicionales en nuestro país: mayor disponibilidad de dinero fácil y peticiones masivas de créditos a los bancos españoles (sobre todo para financiar la especulación inmobiliaria), que éstos han satisfecho creándolo de la nada ante la mirada impávida del Banco Central Europeo. Este último, ante la subida de los precios, y fiel a su mandato, mientras ha podido ha intentado mantener los tipos de interés a pesar de las dificultades de aquellos miembros de la Unión Monetaria que, como España, ahora descubren que gran parte de lo invertido en inmuebles fue un error y se ven abocados a una duradera y dolorosa reestructuración de su economía real.

En estas circunstancias, la política más adecuada sería la de liberalizar la economía a todos los niveles (y en especial el mercado laboral) para permitir que los factores productivos (y en especial el factor trabajo) se reasignen rápidamente hacia los sectores rentables. Igualmente es imprescindible la reducción del gasto público y de los impuestos para incrementar la renta disponible de los agentes económicos fuertemente endeudados que necesitan devolver sus préstamos cuanto antes. Los agentes económicos en general y las empresas en particular sólo se sanean reduciendo costes (especialmente laborales) y devolviendo sus préstamos. Y para ello es imprescindible un mercado laboral muy flexible y un sector público mucho más austero. De ello dependerá que el mercado descubra cuanto antes cuáles son los verdaderos valores reales de los bienes de inversión producidos por error, estableciéndose así las bases para una recuperación económica sana y sostenible en un futuro que, por el bien de todos, esperamos que no tarde demasiado en llegar.

* * *

No debe olvidarse que el pasado periodo de expansión artificial se caracterizó, entre otros aspectos, por una paulatina corrupción, tanto

en América como en Europa, de los principios tradicionales de la Contabilidad, tal y como la misma se venía aplicando desde hace siglos en todo el mundo. Concretamente, la aprobación de las llamadas Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y su transposición en forma de ley en los diferentes países (en España a través del nuevo Plan General de Contabilidad que entró en vigor el pasado 1 de enero de 2008) ha supuesto el abandono del tradicional principio de prudencia que se ha visto sustituido por el principio de valor de mercado o razonable (*fair value*) a la hora de valorar los activos del balance y especialmente aquellos de carácter financiero. En este abandono del principio tradicional de prudencia han ejercido una gran presión tanto las sociedades de bolsa de valores, como los hoy ya en fase de extinción bancos de inversión y, en general, todas las partes interesadas en «inflar» los valores de balance con la finalidad de aproximarlos a unos valores bursátiles supuestamente más «objetivos» y que en el pasado no dejaban de aumentar en un proceso económico de euforia financiera. En efecto, dicho proceso se caracterizó durante los años de la «burbuja especulativa» por la retroalimentación existente entre unos valores bursátiles crecientes y su reflejo contable inmediato, lo cual se quería utilizar, a su vez, para justificar ulteriores crecimientos artificiales en los precios de los activos financieros que se cotizaban en la bolsa de valores.

En esta alocada carrera por abandonar los principios tradicionales de la contabilidad y sustituirlos por otros más «conformes a los nuevos tiempos» se hizo moneda común la valoración de empresas en función de hipótesis poco ortodoxas y criterios puramente subjetivos que en las nuevas normas sustituyen al único criterio verdaderamente objetivo (el de la transacción histórica). Ahora el desmoronamiento de los mercados financieros y la pérdida generalizada de confianza en los bancos y en su contabilidad por parte de los agentes económicos han venido a poner de manifiesto el grave error cometido al dejarse arrastrar por las NIC y su abandono de los principios contables tradicionales basados en la prudencia, cayendo en los vicios de la contabilidad creativa a valores «razonables» de mercado (*fair value*).

En este contexto hay que entender las recientes medidas tomadas tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea para «suavizar» (es decir, revertir parcialmente) la aplicación del valor razonable en la contabilidad de las entidades financieras. Medida en la buena dirección pero incompleta y tomada por razones equivocadas. En efecto, las entidades financieras «sólo se han acordado de Santa Bárbara cuando ha tronado», es decir, cuando el desmoronamiento del valor de los activos «tóxicos» o

«ilíquidos» ha puesto en peligro su solvencia. Pero estaban encantadas con las nuevas NIC en los años anteriores de «exuberancia irracional» en que los crecientes y disparatados valores bursátiles y financieros les permitió lucir en sus balances unos beneficios y patrimonios propios elevadísimos, que a su vez les animaron a asumir riesgos (o mejor, incertidumbres) prácticamente sin control. Se hace pues evidente como las NIC actúan de forma pro cíclica, incrementando la volatilidad y sesgando erróneamente la gestión empresarial: en épocas de bonanza generan un falso «efecto riqueza» que induce a asumir riesgos desproporcionados; cuando de la noche al día se ponen de manifiesto los errores cometidos, la pérdida de valor de los activos descapitaliza de inmediato a las empresas que se ven obligadas a vender activos y a tratar de recapitalizarse en el peor momento, es decir, cuando los activos valen menos y se secan los mercados financieros. Obviamente, unos principios contables que como los de las NIC se han mostrado tan perturbadores han de abandonarse cuanto antes, revirtiendo todas las reformas contables recién promulgadas y en concreto la española que entró en vigor el pasado 1 de enero de 2008. Y ello no sólo por el callejón sin salida que suponen las mismas en época de crisis financiera y recesión económica, sino también, y sobre todo, porque es vital que en épocas de bonanza no se abandone el principio de prudencia valorativa que ha informado todos los sistemas contables desde Luca Pacioli a comienzos del siglo XV hasta que el falso ídolo de las NIC adquirió carta de naturaleza.

En suma, el error más grave de la recién estrenada reforma contable en todo el mundo consiste en haber hecho tabla rasa de siglos de experiencia contable y gestión empresarial al sustituir el principio de prudencia, como principio de máximo rango jerárquico entre todos los principios tradicionales de la contabilidad, por el principio del denominado «valor razonable», que no es otro que la introducción del volátil valor de mercado para toda una serie de activos especialmente de índole financiera. Este cambio copernicano es enormemente dañino y amenaza los cimientos mismos de la economía de mercado por las siguientes razones. En *primer lugar*, conculcar el tradicional principio de prudencia y obligar a contabilizar a valores de mercado, da lugar a que, según las circunstancias del ciclo económico, se inflen los valores de balance con una plusvalía que no se han realizado y que, en muchas circunstancias, puede ser que no lleguen a realizarse nunca. El artificial «efecto riqueza» que esto puede generar, especialmente en las etapas de auge de cada ciclo económico, induce a la distribución de beneficios ficticios o meramente coyunturales, la asunción de riesgos desproporcionados y, en suma, la comisión de

errores empresariales sistemáticos y al consumo del capital de la sociedad, en detrimento de su sana estructura productiva y de su capacidad de crecimiento a largo plazo. En *segundo lugar*, hay que insistir en que el objetivo de la contabilidad no es recoger los supuestos valores «reales» (en todo caso subjetivos y que solo se determinan objetivamente y varían cada día en los correspondientes mercados) so pretexto de alcanzar una malamente entendida «transparencia contable», sino el hacer posible la gestión prudente de cada empresa y evitar el consumo de capital, mediante la aplicación de estrictos criterios de conservadurismo contable (basados en el principio de prudencia, y en la contabilización al coste histórico o valor de mercado, el que sea menor) que garanticen en todo momento que el beneficio repartible proviene de un remanente seguro cuya distribución en forma alguna ponga en peligro la viabilidad y capitalización futura de la empresa.¹⁶ En *tercer lugar*, hay que tener en cuenta que en el mercado no existen precios de equilibrio que puedan determinarse de forma objetiva por un tercero. Todo lo contrario, los valores de mercado son resultado de apreciaciones subjetivas y están sometidos a grandes oscilaciones, por lo que su aplicación a efectos contables elimina gran parte de la claridad, seguridad e información que antiguamente tenían los balances. Ahora éstos en gran medida se han hecho incomprensibles e inservibles para los agentes económicos. Además, la volatilidad propia de los valores de mercado, sobre todo a lo largo del ciclo económico, hace que la contabilidad basada en los «nuevos principios» pierda gran parte de su virtualidad como guía de acción para los gestores de la empresa, induciendo en los mismos de forma sistemática importantes errores de gestión que han estado a punto de generar la crisis financiera más grave que ha asolado al mundo desde 1929.

¹⁶ Véase especialmente a F.A. Hayek, «The Maintenance of Capital» (*Economica*, II Agosto, 1934), reeditado en *Profits, Interest and Investment and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Augustus M. Kelley, Nueva Jersey 1979 (1.^a edición de George Routledge & Sons, Londres 1939), especialmente el epígrafe 9 «Capital accounting and monetary policy», pp. 130-132; Jesús Huerta de Soto, «Nota crítica sobre la propuesta de reforma de las normas de contabilidad», *Partida doble: Revista de contabilidad, auditoría y empresa*, n.º 21, abril/mayo 2003, pp.19-22 y «El error fatal de solvencia II», *Partida doble: Revista de contabilidad, auditoría y empresa*, n.º 199, mayo 2008, pp. 92-97; y Gumersindo Ruiz y Ramón Trías, «Financial crisis and risk measurement: the historical perspective and a new methodology», en *The First Great Recession of the 21st Century: Competing Explanations*: Ó. Dejuán, E. Febrero y M.C. Marcuzzo (eds.), Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra 2011, pp. 87-98.

* * *

En el capítulo IX de este libro (páginas 612-623) se diseña un proceso de transición hacia el único orden financiero mundial que, siendo plenamente compatible con el sistema de libre empresa, es capaz de eliminar las crisis financieras y recesiones económicas que vienen afectando cíclicamente a las economías del mundo. Esta reforma financiera internacional propuesta en nuestro libro adquiere la máxima actualidad en los presentes momentos (noviembre de 2008) en que los desconcertados gobiernos de Europa y América han organizado una Conferencia mundial para reformar el sistema monetario internacional con el objetivo de evitar que en el futuro se repitan crisis financieras y bancarias tan graves como la que actualmente sacude a todo el mundo occidental. Por las razones que se explican detalladamente a lo largo de los nueve capítulos de este libro, toda reforma futura fracasará, tan lamentablemente como han fracasado las reformas pasadas, si es que no va orientada a solucionar la raíz misma de los actuales problemas basándose en los siguientes principios: 1.º restablecimiento de un coeficiente de caja del 100 por cien para todos los depósitos bancarios a la vista y equivalentes; 2.º eliminación de los bancos centrales como prestamistas de última instancia (innecesarios si se aplica el principio anterior y perjudiciales si siguen actuando como órganos de planificación central financiera); y 3.º privatización del actual dinero monopolista y estatal de tipo fiduciario y su sustitución por un patrón oro clásico. Esta reforma, radical y definitiva, vendría como si dijéramos a suponer la culminación de la caída del muro de Berlín y del socialismo real acaecida en 1989, al aplicarse los mismos principios basados en la liberalización y en la propiedad privada al único ámbito, el financiero y bancario, que hasta ahora ha permanecido anclado en la planificación (de los bancos precisamente por eso llamados «centrales»), el intervencionismo extremo (fijación de tipos de interés, maraña de regulaciones administrativas) y el monopolio estatal (leyes de curso forzoso que obligan a aceptar el actual dinero fiduciario emitido por el estado), con consecuencias tan negativas como las por todos conocidas.

Debe resaltarse además que el proceso de transición diseñado en el último capítulo de este libro, podría también hacer posible de entrada el «salvamento» (*bailing out*) del actual sistema bancario evitando su rápido desmoronamiento y con él la ineludible y súbita contracción monetaria que habría de producirse si, en un entorno de quiebra generalizada de la confianza de los depositantes, desaparece un volumen significativo de depósitos bancarios. Este objetivo a corto plazo, que actualmente se afanan por lograr a la desesperada los gobiernos occidentales con los

planes más variados (compras masivas de los activos bancarios «tóxicos», garantía *ad hominem* de todos los depósitos, o simplemente nacionalización parcial o total del sistema bancario privado), podría lograrse de manera mucho más efectiva, rápida e inocua para la economía de mercado si se aplicara de inmediato el primer paso de la reforma que proponemos en este libro (pp. 615-621): la consolidación de la totalidad de los actuales depósitos (a la vista y equivalentes) de los bancos por su equivalente en efectivo, que sería entregado a éstos para que a partir de entonces mantuviieran un coeficiente de caja del 100 por cien en relación con los mismos. Como se explica en el gráfico IX-2 de dicho capítulo en el que se describe como quedaría el balance agregado del sistema bancario a partir de la consolidación, ésta no sería en forma alguna inflacionista (pues el dinero de nueva creación quedaría como si dijéramos «esterilizado» para responder como colateral a cualquier retirada súbita de depósitos) y además liberaría todos los activos de la banca («tóxicos» o no) que actualmente lucen como colaterales de los depósitos a la vista (y equivalentes) en los balances de los bancos privados. En el capítulo IX se propone, bajo el supuesto de que la transición al nuevo sistema financiero se efectúe en circunstancias «normales» no aquejadas por una crisis financiera tan grave como la actual, que los activos «liberados» pasasen a formar parte de unos fondos de inversión creados *ad hoc* y gestionados por la banca para canjear sus participaciones por los títulos vivos de la deuda pública y del resto de obligaciones implícitas derivadas del sistema público de seguridad social (pp. 618-619).¹⁷ Sin embargo, en los actuales momentos de grave crisis financiera y económica, se abre la alternativa no sólo de cancelar en dichos fondos los activos «tóxicos», sino además de dedicar una parte del resto, si así se desea, a permitir que los ahorradores (no los depositantes pues estos ya tendrían consolidados sus depósitos al 100 por cien) pudieran recuperar gran parte del valor perdido en sus inversiones (especialmente a través de sus préstamos a los bancos comerciales, bancos de inversión y sociedades de cartera). Con estas medidas se restablecería la confianza de inmediato, quedando además un significativo remanente para hacer frente al objetivo inicial de canjear, de una sola vez y sin coste, gran parte del volumen de deuda pública emitida por los gobiernos. En

¹⁷ Sobre este tema debe consultarse también la parte final de la «Hayek Memorial Lecture» que pronuncié el pasado 28 de octubre de 2010 en la London School of Economics and Political Science y que con el título de «Financial Crisis, Banking Reform and the Future of Capitalism» ha sido publicada en *Economic Affairs*, junio 2011, pp. 76-84.

todo caso, es necesario efectuar una importante advertencia: como es natural, y no hemos de cansarnos de repetirlo, la solución propuesta sólo es válida en el contexto de una decisión irrevocable hacia el restablecimiento de un sistema de banca libre sometida al coeficiente de caja del 100 por cien para los depósitos a la vista. Pues cualquier reforma de las apuntadas que se efectúe sin el pleno convencimiento y decisión previos de modificar el sistema financiero y bancario internacional en la manera indicada sería simplemente desastrosa: un sistema de banca privada que continuara actuando con reserva fraccionada (orquestrada por los correspondientes bancos centrales) generaría, de forma multiplicadora y a partir del efectivo creado para respaldar los depósitos, una expansión inflacionaria como jamás se ha visto en la historia que terminaría por dar la puntilla a todo nuestro sistema económico.

* * *

Las anteriores consideraciones son de la máxima importancia y ponen de manifiesto la gran actualidad que ha adquirido el presente Tratado debido a la crítica situación en que se encuentra el sistema financiero internacional (aunque, indudablemente, hubiera preferido prologar esta cuarta edición en circunstancias económicas bien distintas). Ahora bien, si trágico es que se haya llegado a la situación actual, más trágica aún es, si cabe, la generalizada falta de comprensión sobre las causas de los fenómenos que nos asolan y, sobre todo, la confusión y el desconcierto reinante entre los expertos, analistas y la mayoría de los teóricos de la economía. Es en este ámbito donde al menos me cabe la esperanza de que las sucesivas ediciones de este libro que se están publicando en todo el mundo¹⁸ puedan contribuir a la formación teórica de sus lectores, al

¹⁸ En el periodo transcurrido desde la anterior edición se ha agotado la primera edición inglesa de casi 4.000 ejemplares publicada en Estados Unidos en 2006, habiéndose impreso una segunda edición en 2009. Además, se ha publicado una traducción al ruso con el título *Dengi, bankovskiy kredit i ekonomicheskie tsikly* (Edit. Sotsium, Moscú 2008), debida a Tatjana Danilova y Grigory Sapov, de la que se han tirado inicialmente 3.000 ejemplares y que tuve la satisfacción de presentar el pasado 30 de octubre de 2008 en la Alta Escuela de Economía de la Universidad Estatal de Moscú. Igualmente la profesora Rosine Létinier ha culminado la traducción francesa que actualmente se encuentra pendiente de publicación. También se ha terminado la traducción polaca debida a Grzegorz Luczkiewicz, encontrándose en fase avanzada las traducciones alemana, checa, italiana, rumana, holandesa, china, japonesa y árabe que, Dios mediante, espero vean la luz en un futuro no muy lejano.

rearne intelectual de las nuevas generaciones y, eventualmente, al tan necesario rediseño institucional de todo el sistema monetario y financiero de las actuales economías de mercado. Si ello es así, no sólo daré por bueno el esfuerzo realizado sino que consideraré un gran honor haber contribuido, siquiera mínimamente, a avanzar en la buena dirección.

PREFACIO A LA 3^a EDICIÓN (2006)

Aunque en esta tercera edición de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* se ha procurado mantener al máximo el contenido, estructura y paginación de las dos ediciones anteriores, no ha sido posible en todos los casos, pues se ha aprovechado esta nueva ocasión para introducir algunos razonamientos y puntualizaciones adicionales, tanto en el texto principal como en unas pocas notas a pie de página. Igualmente, se ha actualizado la bibliografía, incorporando las nuevas ediciones y traducciones al español que han visto la luz en los cuatro años transcurridos desde la edición anterior, aparte de incluirse también algunos nuevos libros y artículos, no muy numerosos, pero que inciden especialmente sobre el contenido de los temas tratados en este libro.¹⁹ Finalmente, mi editora de la versión inglesa de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*,²⁰ Judith Thommesen, con gran paciencia y detalle comprobó en sus fuentes originales centenares de citas en inglés y otros idiomas, habiendo detectado un número significativo de pequeñas erratas que

¹⁹ De entre todos ellos merece la pena destacar el libro de Roger W. Garrison, *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, publicado en Londres y Nueva York por Routledge en 2001, es decir, cuando hacía ya tres años que había aparecido la primera edición en español de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. El trabajo de Garrison, que puede considerarse como un manual complementario al presente libro, es especialmente notable por desarrollar el análisis austriaco del capital y de los ciclos económicos en el contexto de los diferentes paradigmas de la macroeconomía moderna, utilizando para ello un enfoque y lenguaje que son plenamente conformes con los utilizados por la *mainstream* de nuestra disciplina, por lo que sin duda alguna contribuirá a extender el conocimiento entre los economistas en general de la necesidad de tener en cuenta el punto de vista austriaco y sus ventajas comparativas. Aunque el análisis de Garrison peca, en nuestra opinión, de un excesivo mecanicismo en sus explicaciones y no se encuentra suficientemente justificado desde el punto de vista jurídico-institucional, hemos considerado conveniente, no obstante, impulsar su traducción al español por un equipo de profesores y discípulos de nuestra Cátedra en la Universidad Rey Juan Carlos, encabezado por el Dr. Miguel Ángel Alonso Neira, habiéndose ya publicado en España con el título de *Tiempo y dinero: la macroeconomía de la estructura del capital*, por Unión Editorial (Madrid 2005). Por último, no podemos dejar de reseñar la reciente publicación del enciclopédico trabajo de Ludwig van den Hauwe, *Foundations of Business Cycle Research* (Saarbrücken, Alemania: VDM Verlag Dr. Muller, 2009).

²⁰ La edición inglesa ha sido magníficamente publicada con el título de *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, bajo los auspicios del Ludwig von Mises Institute, de la Universidad de Auburn, Alabama, en 2006, gracias al apoyo de su presidente, Lewellyn H. Rockwell.

ya se han subsanado, contribuyendo así a hacer aún más perfecta esta tercera edición. Por todo ello le manifiesto aquí mi profundo agradecimiento, junto con el que también debo al Dr. Gabriel Calzada, profesor asociado de la Universidad Rey Juan Carlos, por su colaboración en la revisión y corrección de algunas referencias bibliográficas.

Las circunstancias de la coyuntura económica desde la pasada edición han venido marcadas por la gran inflación fiduciaria e incremento de los déficits públicos necesarios para financiar la guerra de Irak y hacer frente a los crecientes gastos que genera el «estado del bienestar» —aquejado de graves e insolubles problemas— en la mayor parte de los países occidentales. La oferta monetaria y el tipo de interés han seguido manipulándose hasta alcanzar el mínimo histórico del 1 por ciento por parte de la Reserva Federal Norteamericana, impidiéndose así que pudiera culminarse debidamente la necesaria reestructuración de los errores de inversión cometidos con anterioridad a la recesión del año 2001. Todo ello ha generado una nueva burbuja especulativa en los mercados inmobiliarios, así como un crecimiento espectacular en el precio de los productos energéticos y materias primas que son demandadas a nivel mundial casi sin límite, por parte de los nuevos proyectos de inversión emprendidos especialmente en la cuenca asiática y, en concreto, en China. Parece, pues, que nos aproximamos a la fase típica de inflexión del ciclo que precede a toda recesión económica, y que se ha visto aún más confirmada con el recientísimo giro de 180 grados de la política monetaria de la Reserva Federal, que ha incrementado en pocos meses los tipos de interés hasta el 4 por ciento.

Esperamos que esta nueva edición sirva para que sus lectores y estudiantes puedan comprender mejor los fenómenos económicos del mundo que les rodea, así como para que los especialistas y responsables de la actual política económica lleguen al convencimiento de que es imprescindible abandonar cuanto antes la ingeniería social en el ámbito monetario y financiero. Si ello es así, consideraremos ampliamente cumplido uno de nuestros principales objetivos.

PREFACIO A LA 2^a EDICIÓN (2002)

Agotada rápidamente la primera edición de este libro me satisface presentar a los lectores de habla hispana la segunda edición de *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Para evitar confusiones y facilitar la labor de los estudiosos e investigadores, en esta nueva edición se mantienen el contenido, estructura y paginación de la primera, si bien se ha aprovechado para revisarla íntegramente y proceder a corregir todas las erratas que han sido detectadas.

La evolución de los acontecimientos económicos del mundo durante el periodo 1999-2001, caracterizado tras una década de gran expansión crediticia y burbuja financiera por el desplome de las cotizaciones bursátiles y el surgimiento de una recesión que simultáneamente afecta a Estados Unidos, Europa y Japón, ilustra el análisis presentado en este libro de manera aún más clara y rotunda que cuando el mismo fue publicado por primera vez a finales de 1998. Aun cuando los gobiernos y bancos centrales han reaccionado al ataque terrorista al World Trade Center de Nueva York, manipulando y reduciendo los tipos de interés a niveles históricamente bajos (1,75 por ciento en Estados Unidos, 0,15 por ciento en Japón y 3 por ciento en Europa) la masiva expansión fiduciaria inyectada en el sistema no solo hará más larga y difícil la necesaria reconversión de la estructura productiva real sino que además corre el riesgo de generar una peligrosa recesión inflacionaria. En estas preocupantes circunstancias económicas, que vienen repitiéndose de forma recurrente desde el surgimiento del actual sistema bancario, nuestro máximo deseo es que el análisis contenido en este libro ayude al lector a comprender e interpretar los fenómenos que le rodean, y pueda influir positivamente tanto a la opinión pública como a mis colegas universitarios y a los responsables de la política económica en los gobiernos y bancos centrales.

Desde la publicación de la primera edición de este libro han aparecido diversas recensiones²¹ que por sus favorables comentarios y la importancia de sus autores mucho agradezco. Común denominador de todas ellas ha sido el instar la traducción de este libro en lengua inglesa, labor que en el momento de escribir estas líneas ya está concluida. Esperamos, Dios mediante, que próximamente se publique la primera edición in-

²¹ Debo agradecer expresamente los comentarios de Leland Yeager (*The Review of Austrian Economics*, 14:4, 2001, p. 255), Jörg Guido Hülsmann (*The Quarterly Journal of Austrian Economics*, verano 2000, vol. 3, n.º 2, pp. 85-88), y Ludwig van den Hauwe (*New Perspectives on Political Economy*, vol. 2, n.º 2, 2006, pp. 135-141).

glesa de este libro en Estados Unidos que, de esta forma, podrá acceder prácticamente a los círculos académicos y políticos más importantes.

Finalmente, durante los pasados tres cursos académicos, el presente manual ha sido utilizado con éxito como libro de texto durante el semestre dedicado a la teoría monetaria, bancaria y de los ciclos económicos en sendas asignaturas de Economía Política e Introducción a la Economía, primero en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense y después en la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos, ambas de Madrid. Esta experiencia docente, que se basa en un enfoque de la teoría económica institucional y claramente multidisciplinar creemos que se puede extrapolar fácilmente y con gran provecho a cualesquiera otros cursos relacionados con la teoría bancaria (política económica, macroeconomía, teoría monetaria y del sistema financiero, etc.) y ha sido posible gracias al interés y entusiasmo que centenares de mis alumnos han venido manifestando al estudiar y discutir las enseñanzas contenidas en el presente volumen. A todos ellos, principales destinatarios de esta obra a la que vienen prestando su esfuerzo y dedicación, quiero expresarles mi agradecimiento y desearles que sigan cultivando su espíritu crítico y curiosidad intelectual a la vez que culminan etapas cada vez más elevadas y enriquecedoras en su proceso de formación humanística y universitaria.²²

²² El autor agradece el envío de cualesquiera comentarios sobre la segunda edición de su libro a la dirección en Internet: huertadesoto@dimasoft.es.