

CAPÍTULO VI

CONSIDERACIONES COMPLEMENTARIAS SOBRE LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO

En este capítulo vamos a efectuar una serie de consideraciones adicionales que aclaran diferentes extremos relativos a la teoría del crédito circulatorio del ciclo económico, y que pretenden, por un lado, completar, en la medida de lo posible, el análisis efectuado y, por otro, dilucidar diferentes cuestiones periféricas de gran interés teórico y práctico. La parte final del capítulo se dedica a repasar la evidencia empírica que ilustra y respalda la teoría expuesta en los capítulos anteriores.

1

POR QUÉ LA CRISIS NO SE PRODUCE CUANDO LA NUEVA INVERSIÓN SE FINANCIA CON AHORRO REAL (Y NO CON EXPANSIÓN CREDITICIA)

La crisis económica, y su consiguiente recesión, no surgen si el alargamiento de las etapas de la estructura productiva que hemos estudiado en el capítulo anterior se produce como resultado de un aumento previo del ahorro voluntario, y no como consecuencia de una expansión crediticia iniciada por la banca sin respaldo alguno de un aumento del ahorro real. Y es que, si el proceso se inicia como consecuencia de un aumento sostenido del ahorro voluntario, no se produce ninguno de los seis efectos microeconómicos que espontáneamente surgen como reacción a la expansión crediticia, revirtiendo los efectos de *boom* artificial que inicialmente tiene la misma. En efecto, en tal caso, no se verifica, en primer lugar, un incremento en el precio de los factores originarios de producción. Todo lo contrario, si los créditos tienen su origen en un aumento del ahorro real, la disminución relativa del consumo inmediato que éste siempre supone libera en el mercado de factores originarios de producción un volumen importante de recursos productivos, que quedan disponibles para ser demandados en las etapas más alejadas del consumo *sin necesidad de tener que pagar por los mismos unos precios más elevados*. Recuérdese que si, en el caso de la expansión crediticia, los precios subían, era, precisamente, porque la misma no tenía su origen en un aumento previo del ahorro, por lo que no se liberaban en las etapas próximas al consumo recursos originarios de produc-

ción y la única manera que tenían de hacerse con los mismos los empresarios de las etapas más capital-intensivas era ofreciéndoles unas remuneraciones relativamente más elevadas.

Si el alargamiento de la estructura productiva tiene su origen en un incremento del ahorro voluntario, tampoco se produce un aumento en el precio de los bienes de consumo más que proporcional al correspondiente a los factores de producción, sino todo lo contrario, de entrada tiende a producirse una disminución sostenida en el precio de tales bienes. En efecto, el aumento del ahorro siempre supone que a corto plazo se deja de consumir una determinada cantidad de bienes de consumo. Por ello, no se verificará un incremento relativo en los beneficios contables de las industrias más próximas al consumo, ni tampoco una disminución en los beneficios o incluso pérdida contable en las etapas más alejadas del consumo, por lo que no se producirá la reversión del proceso y no hay razón alguna para que aparezca una crisis. Además, el «Efecto Ricardo» juega su papel, como hemos visto en el capítulo V, haciendo más interesante la sustitución de la mano de obra por equipo capital, al crecer en términos reales los salarios como consecuencia de la disminución relativa en el precio de los bienes de consumo que tiende a provocar el aumento del ahorro. Y en lo que respecta a los tipos de interés de mercado, éstos no se elevan, sino todo lo contrario, tienden a reducirse de manera *permanente*, recogiendo así la nueva tasa de preferencia temporal de la sociedad, ahora más reducida como resultado del aumento de la inclinación a favor del ahorro. Además, de incorporarse algún componente por modificación del poder adquisitivo del dinero, en el caso del incremento del ahorro voluntario el tipo de interés de mercado añadiría un componente *negativo*, pues la tendencia, como ya hemos visto, es a la disminución en el precio de los bienes de consumo (tanto a corto como a largo plazo), por lo que el poder adquisitivo del dinero tenderá a aumentar, y este hecho presionará aún más para que se reduzcan en términos nominales los tipos de interés. Además, como el crecimiento económico basado en el ahorro voluntario es sano y sostenido, los componentes de riesgo y empresarial implícitos en el tipo de interés tenderán igualmente a reducirse.

Las anteriores consideraciones nos confirman que la depresión surge por falta del necesario ahorro voluntario para mantener una estructura productiva demasiado capital-intensiva, y que se inicia por culpa de la expansión crediticia que emprende el sistema bancario sin el correspondiente respaldo de los agentes económicos, que, en general, no desean aumentar su ahorro voluntario. Quizá hayan sido Moss y Vaughn los que de manera más sintética hayan expresado la conclusión de todo el análisis teórico de este proceso, y que no es otra que «any real growth in the capital stock takes time and requires voluntary net savings. There is no way for the expansion of the money supply in the form of bank credit to short-circuit the process of economic growth.»¹

¹ Es decir, en castellano, que: «cualquier crecimiento real en el stock de capital exige tiempo y requiere un incremento en el ahorro voluntario neto. De manera que no existe

2

LA POSIBILIDAD DE RETRASAR EL ADVENIMIENTO DE LA CRISIS:
LA EXPLICACIÓN TEÓRICA DEL PROCESO DE RECESIÓN INFLACIONARIA
(STAGFLATION)

La llegada de la depresión económica puede *retrasarse* si se conceden con carácter adicional, y a un ritmo progresivamente creciente, nuevos créditos sin respaldo de ahorro real. Es decir, si se incrementa el ritmo de la expansión crediticia a una velocidad tal que no pueda ser completamente anticipada por los agentes económicos. El procedimiento consiste en conceder dosis adicionales de crédito bancario a las empresas que han emprendido nuevos proyectos de inversión, ensanchando y alargando las etapas del proceso productivo, con lo que momentáneamente puede posponerse el desencadenamiento temporal de los seis efectos que, de manera espontánea, siempre tienden a revertir en el mercado las consecuencias iniciales de toda expansión crediticia. Sin embargo, aunque sea posible retrasar la llegada de la depresión mediante este procedimiento, e incluso hacerlo durante periodos relativamente prolongados de tiempo,² esta estrategia está condenada inevitablemente al fracaso, y tiene el grave *coste* adicional de hacer que, cuando la recesión llegue, ésta sea mucho más dolorosa, duradera y profunda.³

posibilidad alguna de que una expansión de la oferta monetaria en forma de créditos bancarios pueda convertirse en un atajo que permita acelerar el proceso de crecimiento económico.» Laurence S. Moss y Karen I. Vaughn, «Hayek's Ricardo Effect: A Second Look», ob. cit., p. 535.

² El propio Hayek, comentando el advenimiento de la crisis económica de finales de los años setenta del siglo XX, reconocía que «my expectation was that the inflationary boom would last five or six years, as the historical ones had done, forgetting that then their termination was due to the gold standard. If you had no gold standard—if you could continue inflating for much longer—it was very difficult to predict how long it would last. Of course, it has lasted very much longer than I expected. The end result was the same.» Hayek se refiere al proceso inflacionario de los años sesenta y setenta extendido por todo el mundo y agravado por circunstancias históricas que, como la guerra del Vietnam y otras, alimentaron casi sin límite la expansión crediticia a nivel mundial, poniendo en funcionamiento un proceso que luego daría lugar a la grave depresión con inflación y alto volumen de paro de finales de los años setenta y primeros de los ochenta. Véase *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, Stephen Kresge y Leif Wenar (eds.), Routledge, Londres 1994, p. 145 (edición española: *Hayek sobre Hayek: Un diálogo autobiográfico*, en *Obras Completas*, vol. I, Unión Editorial, Madrid 1997, p. 140 y 2010, pp. 204-205).

³ Murray N. Rothbard analiza la posibilidad de retrasar la llegada de la depresión en los siguientes términos: «Why do booms, historically, continue for several years? What delays the reversion process? The answer is that as the boom begins to peter out from an injection of credit expansion, the banks inject a further dose. In short, the only way to *avert* the onset of the depression-adjustment process is to continue inflating money and credit. For only continual doses of new money on the credit market will keep the boom going and the new stages profitable. Furthermore, only *ever increasing* doses can step up the boom, can lower interest rates further, and expand the production structure, for as the prices rise, more and more money will be needed to perform the same amount of work ... But it is clear that prolonging the boom by ever larger doses of credit expansion will have only one result: to make the inevitably ensuing depression longer and more grueling.» Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 861-862.

Ahora bien, para que esta estrategia de posponer en el tiempo la llegada de la crisis mediante la concesión adicional de créditos tenga éxito, es preciso que la expansión crediticia se lleve a cabo de una manera progresivamente acelerada. Este principio ya fue puesto de manifiesto por Hayek en 1934 cuando afirmó que «in order to bring about constant additions to capital, [credit] would have to increase... *at a constantly increasing rate*».⁴ La necesidad de este aumento progresivamente creciente en la tasa de expansión crediticia tiene su razón de ser en que ésta, en cada periodo de tiempo, ha de ser *superior* al incremento que se vaya verificando en el precio de los bienes de consumo como consecuencia de la mayor demanda monetaria que fluya a los mismos al crecer la renta nominal de los factores originarios de producción. Por eso, y dado que gran parte de la nueva renta de los factores originarios de producción procede directamente de la expansión crediticia, es preciso que ésta se incremente de manera progresiva con la finalidad de que *el precio de los factores de producción siempre vaya por delante del precio de los bienes de consumo*. En el momento en que esto no sea así, de manera espontánea se desencadenarán los seis procesos microeconómicos que revierten la estructura productiva haciéndola más corta y achatada, surgiendo de forma irremisible la crisis y la depresión económica.

En todo caso, los crecimientos de la expansión crediticia han de efectuarse a un ritmo tal que no puedan ser adecuada y correctamente previstos por los agentes económicos, pues si éstos son capaces de anticiparlos correctamente, se desencadenarán también los seis efectos de reversión ya conocidos. Y es que, si las expectativas inflacionarias se generalizan, en seguida los precios de los bienes de consumo empezarán a crecer más rápidamente incluso que los de los factores de producción, y además se producirá un gran aumento en los tipos de interés de mercado, aun cuando la expansión crediticia siga creciendo (pues las expectativas inflacionarias y de crecimiento del tipo de interés se trasladarán inmediatamente a su valor de mercado).

Por todo ello, la estrategia de acelerar la expansión crediticia para retrasar la crisis no puede mantenerse indefinidamente y ésta surgirá tarde o temprano por cualquiera de los siguientes tres motivos, que pueden actuar como detonantes de la crisis y desencadenantes de la recesión:

- a) Si se *detiene* o ralentiza el ritmo de crecimiento de la expansión crediticia ante el temor por parte de los bancos y las autoridades económicas de que se desencadene una crisis y el proceso ulterior de depresión sea aún más grave si es que se continúa creando más inflación. En el momento en que el aumento en el ritmo de expansión crediticia disminuya, se detenga, o ésta se elimine por completo, surgirán los seis procesos microeconómicos vistos que llevan hacia la crisis y al reajuste de la estructura productiva.

⁴ F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 150 (pp. 127-128 de la edición española). En español lo que Hayek dice es que «con la finalidad de conseguir incrementos adicionales en el capital, es preciso que la expansión crediticia se produzca a una tasa de aumento *constantemente creciente*».

- b) Si se *mantiene* un crecimiento de la expansión crediticia que, sin embargo, no aumente al ritmo necesario como para impedir en cada periodo de tiempo que se produzcan los efectos de reversión. En este caso, y a pesar del continuo crecimiento de la oferta monetaria en forma de préstamos, se desencadenarán inevitablemente los efectos reseñados. Surgirá así una crisis o depresión económica que vendrá acompañada de un importante crecimiento de los precios en los bienes de consumo, situación de inflación con crisis, depresión y, por tanto, altas cotas de desempleo que, para gran sorpresa de los teóricos keynesianos, ya ha sido experimentada por el mundo occidental tanto en la depresión inflacionaria de finales de los años setenta como, en menor medida, en la recesión económica de principios de los noventa (ambos del siglo xx), y que en inglés ha sido bautizada con el ilustrativo nombre de *stagflation* (o, en español, recesión inflacionaria o «estanflación»).⁵

Hayek puso de manifiesto que la creciente velocidad a la cual el aumento en la renta monetaria de los factores de producción da lugar a un incremento en la demanda de bienes y servicios de consumo limita, en última instancia, las posibilidades de que, mediante crecimientos ulteriores de la expansión crediticia, pueda retrasarse la inevitable llegada de la crisis. Y es que, tarde o temprano, se alcanzará un punto a partir del cual el crecimiento en los precios de los bienes de consumo empiece a ir por delante del propio incremento de la renta monetaria de los factores originarios, aunque sólo sea porque empiece a ralentizarse la llegada de bienes y servicios de consumo como consecuencia de los «cuellos de botella» que genera el intento de hacer más capital-intensiva la estructura productiva de la sociedad. A partir de este momento la renta de los factores de producción, y en concreto los salarios, empezarán a reducirse en términos relativos, por lo que interesará a los empresarios sustituir maquinaria por trabajadores (ahora relativamente más baratos) y el «Efecto Ricardo» entrará en acción, poniendo en dificultades los proyectos de inversión en bienes capital-intensivos que se emprendieron, y haciéndose así inevitable el advenimiento de la recesión.⁶

⁵ Mark Skousen correctamente señala que, en términos relativos, *la recesión inflacionaria es un fenómeno universal*, pues en todas las recesiones el precio de los bienes de consumo experimenta *en términos relativos* un crecimiento superior (o decrecimiento inferior) al de los factores de producción. El surgimiento de un crecimiento generalizado de los precios nominales de los bienes de consumo durante *la fase recesiva* apareció, por primera vez, en la depresión de los años setenta, y después en la recesión de los años noventa, y tiene su origen en que la expansión crediticia que alimentó ambos procesos fue lo suficientemente grande en las diferentes etapas del ciclo como para mantener y crear expectativas inflacionarias en el mercado de los bienes y servicios de consumo, *incluso durante las etapas más profundas de la depresión* (aparte de los típicos fenómenos actuales de crecimiento descontrolado del gasto público y del déficit, y de las masivas transferencias sociales que fomentan el crecimiento directo de la demanda y, por tanto, de los precios de los bienes y servicios de consumo). Véase Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 313-315.

⁶ Hayek recurrió para explicar este fenómeno a la siguiente analogía: «The question is rather similar to that whether, by pouring a liquid fast enough into one side of a vessel,

- c) Supongamos, por último, que el sistema bancario en ningún momento disminuye el ritmo de crecimiento de la expansión crediticia, sino que, todo lo contrario, lo aumenta constantemente de manera progresiva, con la finalidad de abortar cualquier síntoma del surgimiento de una depresión. Pues bien, en este caso, y desde el momento en que los agentes económicos empiecen a darse cuenta de que el ritmo creciente de inflación no habrá de detenerse, se iniciará una huida generalizada hacia los valores reales, un incremento desorbitado en los precios de los bienes y servicios y, finalmente, la quiebra del sistema monetario, que se producirá cuando el proceso de hiperinflación acabe con el poder adquisitivo de la unidad monetaria y los agentes económicos espontáneamente empiecen a utilizar otro tipo de dinero. Entonces surgirán con toda su violencia los seis efectos microeconómicos de reversión que ya conocemos, junto con una depresión económica de gran magnitud que, al doloroso reajuste de una estructura productiva totalmente distorsionada, añade el tremendo coste y daño social que supone toda quiebra del sistema monetario.⁷

we can raise the level at that side above that of the rest to any extent we desire. How far we shall be able to raise the level of one part above that of the rest will clearly depend on how fluid or viscid the liquid is; we shall be able to raise it more if the liquid is syrup or glue than if it is water. But in no case shall we be at liberty to raise the surface in one part of the vessel above the rest to any extent we like. Just as the viscosity of the liquid determines the extent to which any part of its surface can be raised above the rest, so the speed at which an increase of incomes leads to an increase in the demand for consumers' goods limits the extent to which, by spending more money on the factors of production, we can raise their prices relative to those of the products.» F.A. Hayek, «The Ricardo Effect», *Economica*, IX, n.º 34, mayo de 1942, pp. 127-152. Reproducido como capítulo XI de F.A. Hayek, *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago 1949, p. 241. Esta analogía es de nuevo recogida por Hayek en 1969 en su artículo sobre «Three Elucidations of the Ricardo Effect», en donde Hayek reitera que el efecto distorsionador sobre la estructura productiva de la expansión crediticia habrá de continuar mientras se genere por la banca nuevo dinero y éste entre en el sistema económico por determinados lugares a una tasa de crecimiento progresivo. Hayek critica a Hicks por suponer que el *shock* inflacionario afectará «uniformemente» a toda la estructura productiva y demuestra que si la expansión crediticia crece a un ritmo superior al aumento de los precios, este proceso «can evidently go on indefinitely, at least as long as we neglect changes in the manner in which expectations concerning future prices are formed» y concluye que: «I find it useful to illustrate the general relationship by an analogy which seems worth stating here, though Sir John [Hicks] (in correspondence) did not find it helpful. The effect we are discussing is rather similar to that which appears when we pour a viscous liquid, such as honey, into a vessel. There will, of course, be a tendency for it to spread to an even surface. But if the stream hits the surface at one point, a little mound will form there from which the additional matter will slowly spread outward. Even after we have stopped pouring in more, it will take some time until the even surface will be fully restored. It will, of course, not reach the height which the top of the mound had reached when the inflow stopped. But as long as we pour at a constant rate, the mound will preserve its height relative to the surrounding pool - providing a very literal illustration of what I called before a fluid equilibrium.» F.A. Hayek, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, Londres 1978, pp. 171-173 (edición española, Unión Editorial, Madrid 2007). Sobre el importante papel de las expectativas en este proceso véase Roger Garrison, *Time and Money*, ob. cit., caps. 1-4.

⁷ Este proceso ya fue estudiado por Ludwig von Mises en su análisis de la hiperinflación alemana de los años 1920-1923, concluyendo lo siguiente: «Suppose the banks still did not

3

EL CRÉDITO AL CONSUMO Y LA TEORÍA DEL CICLO

Podemos ahora dilucidar qué modificaciones, en su caso, hemos de efectuar en nuestro análisis si, como ocurre en las economías modernas, una parte importante de la expansión crediticia que inician los bancos sin respaldo de ahorro voluntario se materializa en forma de créditos al consumo. Este análisis tiene gran interés teórico y práctico, pues en ocasiones se ha argumentado que, en la medida en que la expansión crediticia inicialmente recaiga sobre el consumo y no sobre la inversión, no tendrían por qué desencadenarse los efectos económicos recesivos que hemos analizado. Sin embargo, esta opinión es errónea por las razones que vamos a exponer en este apartado.

En primer lugar, hemos de constatar que la mayor parte del crédito al consumo se concede por los bancos a las economías domésticas para financiar la compra de bienes de consumo *duradero*. Ya hemos establecido más arriba que los bienes de consumo duradero no son sino verdaderos bienes de capital que permiten la prestación de servicios directos de consumo a lo largo de un periodo muy dilatado de tiempo. Por eso, *la concesión de créditos para la financiación de bienes de consumo duradero, desde el punto de vista económico, es indistinguible de la concesión directa de créditos a las etapas más alejadas del consumo e intensivas en capital*. En efecto, una mayor facilidad en la concesión crediticia y una disminución de los tipos de interés producirán, entre otros efectos, un aumento en la cantidad, calidad y duración de los denominados «bienes de consumo duradero» que, simultáneamente, exigirá un ensanchamiento y alargamiento de las etapas productivas implicadas y, en particular, de las más alejadas del consumo.

El problema, por tanto, queda tan sólo reducido a que nos planteemos de qué manera es preciso revisar nuestra teoría del ciclo económico si una parte

want to give up the race. Suppose, in order to depress the loan rate, they wanted to satisfy the continuously expanding desire for credit by issuing still more circulation credit. Then they would only hasten the end, the collapse of the entire system of fiduciary media. The inflation can continue only so long as the conviction persists that it will one day cease. Once people are persuaded that the inflation will *not* stop, they turn from the use of this money. They flee then to 'real values', foreign money, the precious metals, and barter.» Ludwig von Mises, «Monetary Stabilization and Cyclical Policy», incluido en *On the Manipulation of Money and Credit*, Free Market Books, Nueva York 1978, p. 129. Y posteriormente, en *La acción humana*, Mises concluye que: «The boom can last only as long as the credit expansion progresses at an ever-accelerated pace. The boom comes to an end as soon as additional quantities of fiduciary media are no longer thrown upon the loan market. But it could not last forever even if inflation and credit expansion were to go on endlessly. It would then encounter the barriers which prevent the boundless expansion of circulation credit. It would lead to the crack-up boom and breakdown of the whole monetary system.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 555. El tratamiento clásico del proceso de hiperinflación alemana es el de Constantino Bresciani-Turroni, *Le vicende del marco tedesco*, Università Bocconi Editrice, Milán 1931, publicado en inglés con el título de *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany* (1937), Augustus M. Kelley, Londres y Nueva York 1968. Véase también el trabajo de Richard M. Ebeling «The Great Austrian Inflation», *The Freeman*, Abril 2006, pp. 2-3.

significativa de la expansión crediticia se dedicara (en contra de lo que es habitual) a financiar no bienes de consumo duradero, sino el *consumo corriente* de cada ejercicio económico (en forma de bienes y servicios que satisfagan directamente las necesidades humanas y se agoten durante el periodo en cuestión). Pues bien, en este caso, tampoco es preciso realizar modificaciones de importancia en nuestro análisis. Porque una de dos, o la expansión crediticia satisface una demanda más o menos continua de crédito para financiar el consumo directo que ya venía existiendo en el sistema económico, en cuyo caso, dado el carácter de «vasos comunicantes» que tienen los mercados de crédito, dicha expansión liberaría capacidad de conceder préstamos a favor de las etapas más alejadas del consumo, reproduciéndose así los típicos procesos expansivos y recesivos que ya conocemos; o bien, el impacto de los créditos sobre el consumo corriente se produce sin que se libere ninguna capacidad adicional de concesión de créditos para las etapas más alejadas del consumo.

Es única y exclusivamente en este segundo caso, que en la práctica carece de una importancia relevante, en el que se produce un efecto directo sobre la demanda monetaria de bienes y servicios de consumo. En efecto, el nuevo dinero hace que crezcan inmediatamente los precios de los bienes de consumo y que disminuyan, en términos relativos, los precios de los factores de producción. Se pone así en funcionamiento el «Efecto Ricardo», por el que se tienden a contratar, en términos relativos, más trabajadores sustituyendo a máquinas, con lo cual *se iniciará una tendencia hacia el achatamiento de la estructura productiva, sin que previamente se haya producido un «boom» expansivo en las etapas más alejadas del consumo*. La única modificación, por tanto, que hemos de realizar en nuestro análisis es que, si se fomenta directamente el consumo mediante la expansión crediticia, entonces se pone de manifiesto que la estructura productiva existente más alejada del consumo deja de ser rentable en términos relativos, con lo cual se inicia una tendencia hacia la liquidación de dichas etapas y el achatamiento generalizado de la estructura productiva a lo largo de un proceso económico de empobrecimiento, que es justo el contrario del que analizamos al comienzo del capítulo V, cuando estudiamos los efectos favorables para el desarrollo económico del aumento del ahorro voluntario (o de la disminución en el consumo inmediato de bienes y servicios).⁸

⁸ Quizá haya sido Fritz Machlup el que de manera más brillante y sintética ha explicado este fenómeno cuando escribió que «The view that the expansion of credit for financing the production of consumers' goods will not lead to disproportionalities of the kind associated with inflation can be disproved by the following argument. *Either* the consumers' goods industries would have borrowed on the money market, or the capital market, in the absence of any expansion of bank credit, in which case the satisfaction of their demand for funds by means of the credit expansion obviously implies that there is so much less pressure on the credit market, and that some producers' goods industry, which would not otherwise have obtained credit to finance an expansion, will be enabled to do so by this means... *Or* the consumers' goods industries would not have had any incentive to extend production in the absence of the credit expansion; in this case the fact that they now enter the market for producers' goods with relatively increased buying power as against all other industries... may lead to a change in the distribution of productive factors involving a shift from the stages far from consumption to

En todo caso, la expansión crediticia siempre produce los mismos efectos de mala inversión generalizada en la estructura productiva, bien sea por vía de un alargamiento artificial de la misma (en el caso de la expansión que afecta directamente a las etapas de bienes de capital más alejadas del consumo o a la financiación de bienes de consumo duradero), o bien sea produciendo un acortamiento de la estructura productiva existente (en el caso de la expansión crediticia que directamente financie el consumo de bienes no duraderos).⁹

4

EL CARÁCTER AUTODESTRUCTIVO DE LOS BOOMS ARTIFICIALES
PRODUCIDOS POR LA EXPANSIÓN CREDITICIA:
LA TEORÍA DEL «AHORRO FORZOSO»

En un *sentido general* o amplio, hemos de entender que el «ahorro forzoso» surge siempre que se produce un incremento de la cantidad de dinero en circulación o una expansión del crédito bancario (no respaldado por ahorro voluntario) que se inyecta en el sistema económico por alguno de sus concretos intersticios. Si el dinero o el crédito se distribuyeran por igual entre todos los agentes económicos, entonces no se produciría ningún efecto «expansivo», salvo el de

the stages near to consumption.» Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, The Macmillan Company, Nueva York 1940, pp. 192-193. F.A. Hayek, por su parte, en *Prices and Production* (ob. cit., pp. 60-62 de la edición inglesa de 1935 y 66-67 de la edición española de 1996) explica, siguiendo sus esquemas triangulares, de qué manera forzosamente habrá de achatare la estructura productiva haciéndose menos capital-intensiva y, por tanto, menos productiva y más pobre, si es que se fomenta directamente el consumo mediante la concesión de créditos para la financiación de bienes y servicios de consumo corriente no duradero.

⁹ Este fenómeno, junto con la necesidad de explicar simplificadaamente el proceso de mala inversión sin tener que recurrir a los complejos razonamientos que exige la teoría del capital, llevó a que F.A. Hayek, en los años setenta, modificara ligeramente la exposición popular de su teoría del ciclo. Así, en su artículo «La inflación, el erróneo empleo del factor trabajo y el paro», escrito en 1975 (e incluido en el libro *¿Inflación o pleno empleo?*, Unión Editorial, Madrid 1976, pp. 33-59), expone lo siguiente: «La explicación verdadera, aunque no comprobable, del paro masivo radica en la discrepancia entre la distribución del factor trabajo (y de otros factores de producción) en las industrias (y en las localidades) y la distribución de la demanda de sus productos. Esta discrepancia está causada por una distorsión en el sistema de precios y salarios relativos.» Y en la autobiografía de Hayek podemos ver cómo, en los últimos años de su vida, pensaba que los ciclos modernos se caracterizaban porque la mala inversión se producía de muy diversas formas, no sólo por el efecto de la expansión crediticia en las etapas más alejadas del consumo, sino también por el fomento artificial del consumo y, en general, por todo gasto público que diera lugar a una variación en la estructura productiva que, en última instancia, no pudiera hacerse permanente al no venir respaldada por el comportamiento de los consumidores, concluyendo que: «So much of the credit expansion has gone to where government directed it that the misdirection may no longer be of an overinvestment in industrial capital but may take any number of forms. You must really study it separately for each particular phase and situation... But you get very similar phenomena with all kinds of modifications.» F.A. Hayek, *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, ob. cit., p. 146 (p. 141 de la edición española de 1997).

la disminución del poder adquisitivo de la unidad monetaria en proporción al aumento de la cantidad de dinero. Ahora bien, si el nuevo dinero entra, como sucede siempre, por determinados lugares concretos del mercado, entonces un número relativamente pequeño de agentes económicos son los que realmente reciben en primer lugar las nuevas unidades monetarias. Ello permite que estos agentes económicos gocen temporalmente de una capacidad adquisitiva mayor, pues disponen de un mayor número de unidades monetarias para comprar bienes y servicios a precios de mercado que aún no han recibido el impacto pleno de la inflación y que, por tanto, todavía no han subido. Por eso, el proceso da lugar a una *redistribución de la renta* a favor de aquellos que primero reciben las nuevas inyecciones o dosis de unidades monetarias y *en perjuicio del resto de la ciudadanía*, que experimenta cómo, con la misma renta monetaria, el precio de los bienes y servicios que adquieren empieza a subir. Es en relación con este segundo grupo mayoritario de agentes económicos en donde se produce el «ahorro forzoso», pues sus rentas monetarias crecen a un ritmo más lento que el aumento de los precios, por lo que se ven obligados, en igualdad de circunstancias, a restringir su consumo.¹⁰

Ahora bien, que de este fenómeno de ahorro forzoso a que da lugar la inyección en determinados lugares del mercado de más cantidad de dinero en circulación surja un incremento o una disminución neta del ahorro general y voluntario de la sociedad, dependerá de las circunstancias particulares de cada caso histórico. En efecto, si aquellos que ven crecer sus rentas (los que primero reciben el nuevo dinero creado) consumen una proporción de las mismas superior a la que consumían aquellos que ven disminuir sus rentas reales, entonces se producirá un efecto de disminución global del ahorro. También cabe

¹⁰ El concepto más general de ahorro forzoso coincide, por tanto, con la expropiación forzosa a que, de forma diluida, se somete a la mayoría de los ciudadanos por parte de los bancos y autoridades monetarias cuando éstos deciden expandir el crédito y el dinero, disminuyendo el poder adquisitivo de las unidades monetarias que poseen los particulares respecto del valor que tendrían si tal expansión crediticia y monetaria no se hubiera llevado a cabo. Los resultados de este despojo social pueden o bien dilapidarse por completo, si se gastan en bienes y servicios de consumo por sus receptores o se materializan en inversiones completamente erróneas, o bien convertirse en activos empresariales y de otro tipo, que *de facto* y de forma directa o indirecta, pasan a ser controlados por la banca o por el Estado. Entre nosotros, el primero en analizar correctamente este proceso inflacionario de expropiación fue el padre Juan de Mariana en su *De monetae mutatione* publicada en 1609 y en donde escribió que: «si el príncipe no es señor, sino administrador de los bienes de particulares, ni por este camino ni por otro les podrá tomar parte de sus haciendas, como se hace todas las veces que se baja la moneda, pues les dan por mas lo que vale menos; y si el príncipe no puede echar pechos contra la voluntad de sus vasallos ni hacer estanques de las mercaderías, tampoco podrá hacerlo por este camino, porque todo es uno y todo es quitar á los del pueblo sus bienes por mas que les disfrace con dar mas valor legal al metal de lo que vale en sí mismo, que son todas invenciones aparentes y doradas, pero que todas van á un mismo paradero». Juan de Mariana, *Tratado y discurso sobre la moneda de vellón que al presente se labra en Castilla y de algunos desórdenes y abusos*, edición con un «Estudio Introdutorio» de Lucas Beltrán, publicada por el Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid 1987, p. 40 (las cursivas son mías).

considerar que los que salgan beneficiados tengan una alta propensión al ahorro, en cuyo caso puede ser que se produzca un efecto final positivo sobre el mismo. En todo caso, existen otras fuerzas que el proceso inflacionario pone en movimiento en detrimento del ahorro: la inflación falsifica el cálculo económico generando beneficios contables de tipo ficticio que, en mayor o menor medida, serán consumidos. Por todo ello, *a priori* no puede establecerse teóricamente si el resultado de un incremento en la cantidad de dinero en circulación que llega por lugares concretos al sistema económico dará lugar a un aumento o a una disminución del ahorro global de la sociedad.¹¹

En un *sentido estricto*, por ahorro forzoso debe entenderse el alargamiento (longitudinal) y el ensanchamiento (lateral) de las etapas de bienes de capital de la estructura productiva que se emprenden como consecuencia de la expansión crediticia iniciada por el sistema bancario sin respaldo de ahorro voluntario. Como sabemos, este proceso da lugar, en un primer momento, a un aumento en la renta monetaria de los factores originarios de producción y, más tarde, a un incremento más que proporcional en el precio de los bienes de consumo. Precisamente, la teoría del crédito circulatorio del ciclo económico explica las razones de teoría microeconómica que hacen que el intentar forzar una estructura productiva más capital intensiva, sin que exista el correspondiente respaldo de ahorro voluntario, esté condenado al fracaso e inexorablemente haya de revertir dando lugar a las crisis y depresiones económicas. Es

¹¹ Joseph A. Schumpeter atribuyó a Ludwig von Mises la expresión «indudablemente feliz» de *ahorro forzoso* (en alemán es *Erzwungenes Sparen* o *Zwangssparen*) en su *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*, publicado por primera vez en alemán en 1912, y cuya edición en español, debida a Jesús Prados Arrarte, fue publicada por el Fondo de Cultura Económica, México 1944 (véase la nota 14 al pie de la página 117). Mises, por su parte, reconoce haber descrito el fenómeno ya en 1912 en la primera edición alemana de su *Teoría del dinero y del crédito*, si bien indica no creer haber utilizado la expresión concreta que Schumpeter le atribuye. En todo caso, debemos a Ludwig von Mises un cuidadoso análisis del fenómeno del ahorro forzoso, así como la demostración teórica de que es imposible predecir si, como resultado del incremento de la cantidad de dinero en circulación, se producirá o no un crecimiento neto del ahorro voluntario. Véase en este sentido *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., pp. 120, 122 y 126-127. E igualmente *Human Action*, ob. cit., pp. 148-150. El primer tratamiento de Mises se encuentra en *La teoría del dinero y del crédito* (*The Theory of Money and Credit*, ob. cit., p. 386). Aunque continuaremos atribuyendo a Mises la paternidad del término «ahorro forzoso», la expresión muy semejante de «frugalidad forzosa» («forced frugality») ya fue utilizada por Jeremías Bentham en 1804 (véase el artículo de F.A. Hayek «A Note on the Development of the Doctrine of 'Forced Saving'», publicado como cap. VII de *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 183-197). En nuestro país, ha escrito sobre el ahorro forzoso Francisco Cabrillo (véase su artículo «Los economistas y la ética del ahorro», *Papeles de Economía Española*, n.º 47, 1991, pp. 175-176). Como bien ha puesto de manifiesto Roger Garrison, existe una cierta disparidad entre el concepto de ahorro forzoso de Mises (que equivale a nuestro concepto «en sentido general») y el concepto de ahorro forzoso utilizado por Hayek (que nosotros vamos a denominar concepto «en sentido estricto»), de manera que «what Mises termed malinvestment is what Hayek called forced savings». Véase Roger Garrison, «Austrian Microeconomics: A Diagrammatical Exposition», *New Directions in Austrian Economics*, ob. cit., p. 196.

casi seguro que, en este proceso, se termine produciendo una redistribución tal de los recursos que modifique, en algún sentido, la tasa global de ahorro voluntario que existía antes del comienzo de la expansión crediticia. *Pero salvo que a lo largo del proceso, y con carácter independiente y voluntario, se produzca simultáneamente un incremento del ahorro voluntario de un importe al menos igual al crédito de nueva creación concedido de la nada por la banca, no será posible el mantenimiento y culminación de las nuevas etapas emprendidas más intensivas en capital, y se verificarán los típicos efectos de reversión que ya hemos estudiado con detalle, surgiendo con ellos la crisis y la recesión económica.* Además, en el proceso se dilapidan cuantiosos bienes de capital y recursos escasos de la sociedad, que deviene más pobre. Ello hace que, en última instancia, lo más probable es que en general el ahorro voluntario de la sociedad, más que crecer, tienda a disminuir. En todo caso, y salvo crecimientos de gran magnitud, autónomos e imprevistos, del ahorro *voluntario*, que por hipótesis ahora no consideramos en el análisis teórico (que además siempre es, como ya sabemos, *ceteris paribus*), la expansión crediticia generará un *boom* autodestructivo, que tarde o temprano habrá de revertir en forma de una crisis o depresión económica. Esto pone de manifiesto la imposibilidad de *forzar* el desarrollo económico de la sociedad fomentando artificialmente la inversión, financiándola de entrada mediante expansión crediticia, si es que los agentes económicos no están dispuestos a respaldar voluntariamente tal política incrementando su volumen de ahorro. No es, por tanto, posible que de forma prolongada la inversión de la sociedad sea superior al ahorro voluntario de la misma (lo cual sería una definición alternativa del fenómeno del ahorro forzoso, más en consonancia con el análisis keynesiano, como bien indica F.A. Hayek¹²), sino que, con independencia de cuál sea el volumen final de ahorro e inversión de la sociedad (por fuerza siempre *a posteriori* idénticos), el intento de *forzar* una inversión superior al ahorro lo único que logra es una mala inversión generalizada de los recursos ahorrados del país y una crisis económica que siempre termina empobreciéndolo.¹³

5

DILAPIDACIÓN DEL CAPITAL, CAPACIDAD OCIOSA
Y MALA INVERSIÓN DE LOS RECURSOS PRODUCTIVOS

La consecuencia esencial de la expansión crediticia sobre la estructura productiva consiste, en última instancia, en *descoordinar* el comportamiento de los diferentes agentes económicos. En efecto, los empresarios se lanzan a ampliar las etapas productivas haciéndolas más intensivas en capital, mientras que el resto

¹² Véase F.A. Hayek, «A Note on the Development of the Doctrine of 'Forced Saving'», ob. cit., p. 197. Véanse además los comentarios sobre Cantillon y Hume en el próximo Capítulo 8, pp. 478 y ss.

¹³ Fritz Machlup ha recopilado hasta 34 conceptos diferentes de «ahorro forzoso» en su trabajo «Forced or Induced Saving: An Exploration into its Synonyms and Homonyms», *The Review of Economics and Statistics*, vol. XXV, n.º 1, febrero de 1943, reeditado en Fritz Machlup, *Economic Semantics*, Transaction Publishers, Londres 1991, pp. 213-240.

de los agentes económicos *no están dispuestos a seguirles* sacrificando su consumo e incrementando el volumen global de su ahorro voluntario. Este desajuste o descoordinación, que tiene su origen en una agresión sistemática sobre el proceso de interacción social (constituida por el privilegio concedido por los gobiernos a los bancos para que actúen con un coeficiente de reserva fraccionaria en el contrato de depósito a la vista) genera ineludiblemente un proceso de crisis que pone, antes o después, fin a los errores empresariales cometidos. Sin embargo, el proceso conlleva tiempo y es inevitable que, cuando el mismo culmina, se hayan producido importantes equivocaciones que ya son *irreversibles*.

Los errores consisten en haber emprendido e intentado culminar una serie de proyectos de inversión insostenibles porque suponen un alargamiento y ensanchamiento en la estructura de bienes de capital que, sin embargo, por falta de recursos reales ahorrados, no se pueden concluir. Además, una vez que los recursos y factores originarios de producción se han materializado en bienes de capital, éstos, en mayor o menor medida, devienen *inconvertibles*. Significa ello que muchos bienes de capital pasarán a tener un valor nulo, una vez que se ponga de manifiesto que no existe demanda para ellos, que se elaboraron por error y que nunca debieron producirse. Otros podrán seguir siendo utilizados, pero después de someterlos a una costosa remodelación. Puede ser que la producción de otros se haya logrado terminar, pero dada la *complementariedad* que exige la estructura de bienes de capital, es posible que no puedan llegar a ponerse en funcionamiento, si es que los necesarios recursos complementarios no llegan a ser producidos. Por último, también cabe que los bienes de capital puedan reconvertirse a un coste relativamente reducido, si bien los que se encuentran en esta situación son, sin duda, una minoría.¹⁴ Se produce, por tanto, como ya sabemos, una mala inversión generalizada (*malinvestment*) de los escasos recursos productivos de la sociedad y, por tanto, una pérdida de parte de los escasos bienes de capital de la misma, que tiene su origen en la *información distorsionada* que durante un periodo determinado de tiempo recibieron los empresarios en forma de concesión más fácil de créditos a tipos relativamente más reducidos de interés.¹⁵ También es posible que muchos procesos de inver-

¹⁴ En principio, y como regla práctica, puede afirmarse que un bien de capital será más difícilmente reconvertible conforme más cerca se encuentre del bien final de consumo. En efecto, todas las acciones humanas son más irreversibles conforme más cerca se encuentran de su objetivo final: una casa producida por error será una pérdida casi irreversible, mientras que es relativamente más fácil modificar el uso dado a los ladrillos, si es que se evidencia, sobre la marcha, que utilizarlos en la construcción de la casa es un error (véase lo que ya dijimos antes en las pp. 224-225).

¹⁵ Se confirma así que la teoría del ciclo no es sino la aplicación, al caso particular del impacto de la expansión crediticia sobre la estructura productiva, de la teoría sobre los efectos descoordinadores de la coacción institucional expuesta en mi libro *Socialismo, cálculo económico y función empresarial* (ob. cit., y en especial las pp. 111-118). Y a esta misma conclusión llega Ludwig M. Lachmann, cuando afirma que la mala inversión es «the waste of capital resources in plans prompted by misleading information», añadiendo que, aunque muchos bienes de capital se logren culminar, éstos «will lack complementary factors in the rest of the economy. Such lack of complementary factors may well express itself in lack of demand for its services, for

sión emprendidos queden a medio terminar, siendo abandonados antes de ser culminados por sus promotores cuando se dan cuenta de que no pueden seguir logrando los nuevos recursos financieros que son necesarios para completarlos, o aunque puedan seguir logrando créditos, comprenden que esos procesos de inversión carecen de viabilidad económica. En suma, la mala inversión generalizada se manifiesta en que no se utilicen muchos bienes de capital, que no puedan terminarse muchos procesos de inversión comenzados, o que los bienes de capital producidos se usen de una manera que no era la originariamente prevista. Se han dilapidado, por tanto, gran parte de los recursos escasos de la sociedad, por lo cual ésta generalizadamente se empobrece y ve disminuir en términos relativos su nivel de vida.

El hecho de que una parte muy importante de los errores cometidos se materialice en bienes de capital ya terminados que, sin embargo, no pueden llegar a utilizarse por falta de los correspondientes bienes complementarios de capital o del necesario capital circulante ha sido interpretado por muchos economistas en sentido erróneo. En efecto, muchos consideran que este fenómeno de «capacidad ociosa» es una demostración *prima facie* de que es necesario incrementar el consumo global con la finalidad de poner en funcionamiento una *capacidad ociosa* que se ha producido, pero que aún no se utiliza. No se dan cuenta de que, como indica Hayek,¹⁶ la existencia de «capacidad ociosa» en muchos procesos productivos (pero especialmente en los más alejados del consumo, por ejemplo en las industrias de la construcción, telecomunicaciones, alta tecnología y, en general, de bienes de capital) en ningún sentido prueba que exista un exceso de ahorro y que el consumo sea insuficiente; todo lo contrario, es un *síntoma* de que no podemos utilizar en su totalidad el capital fijo producido por error, porque la demanda inmediata de bienes y servicios de consumo es tan urgente que no podemos permitirnos el lujo de producir o

instance where these factors would occupy 'the later stages of production'. To the untrained observer it is therefore often indistinguishable from 'lack of effective demand'.» Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 66 y 117-118.

¹⁶ En palabras del propio F.A. Hayek: «The impression that the already existing capital structure would enable us to increase production almost indefinitely is a deception. Whatever engineers may tell us about the supposed immense unused capacity of the existing productive machinery, there is in fact no possibility of increasing production to such an extent. These engineers and also those economists who believe that we have more capital than we need, are deceived by the fact that many of the existing plant and machinery are adapted to a much greater output than is actually produced. What they overlook is that durable means of production do not represent all the capital that is needed for an increase of output and that in order that the existing durable plants could be used to their full capacity it would be necessary to invest a great amount of other means of production in lengthy processes which would bear fruit only in a comparatively distant future. The existence of unused capacity is, therefore, by no means a proof that there exists an excess of capital and that consumption is insufficient: on the contrary, it is a symptom that we are unable to use the fixed plant to the full extent because the current demand for consumers' goods is too urgent to permit us to invest current productive services in the long processes for which (in consequence of 'misdirections of capital') the necessary durable equipment is available.» F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., pp. 95-96 (pp. 89-90 de la edición española).

bien los necesarios bienes de capital complementarios, o bien el capital circulante que es preciso para aprovechar y poner en funcionamiento tal capacidad ociosa. En suma, la crisis se produce como consecuencia de un exceso relativo de consumo, o, si se prefiere, de una escasez relativa de ahorro, que no permite terminar los procesos emprendidos, ni producir los bienes complementarios de capital ni el capital circulante que son precisos para poner en funcionamiento los procesos de inversión y bienes de capital que, por una u otra circunstancia, se hayan podido terminar durante el proceso expansivo.¹⁷

6

LA EXPANSIÓN CREDITICIA COMO CAUSA MEDIATA
DEL PARO O DESEMPLEO MASIVO

La causa *inmediata* del paro y desempleo masivo es que los mercados laborales no son flexibles. En efecto, la intervención del Estado sobre el mercado laboral y la coacción sindical, que se hace posible gracias a los privilegios de que los sindicatos gozan en el ordenamiento jurídico, determina el establecimiento de una serie de disposiciones (de salarios mínimos, sobre barreras de entrada para mantener salarios artificialmente altos, de reglamentación muy rigurosa e intervencionista sobre la contratación y el despido, etc.) que hacen que el mercado laboral sea uno de los más rígidos. Además, como consecuencia de los costes artificiales que genera la legislación laboral, el valor descontado de la productividad marginal real del trabajador tiende a ser en muchos casos inferior a los costes laborales totales que éste le supone al empresario (en forma de salarios y otros costes monetarios, y también en forma de quebraderos de cabeza y otros costes no monetarios). Esto determina que aparezca un volumen muy importante de desempleo que afectará a todos aquellos trabajadores cuyo valor descontado de su productividad marginal esperada sea inferior al coste que les supone a los empresarios, por lo que serán despedidos o dejarán de ser contratados (o ambas cosas a la vez).

Ahora bien, el hecho de que reconozcamos con toda claridad la anterior causa inmediata del desempleo no disminuye en un ápice la realidad de que

¹⁷ «After the boom period is over, what is to be done with the malinvestments? The answer depends on their profitability for further use, i.e., on the degree of error that was committed. Some malinvestments will have to be abandoned, since their earnings from consumer demand will not even cover the current costs of their operation. Others, though monuments of failure, will be able to yield a profit over current costs, although it will not pay to replace them as they wear out. Temporarily working them fulfils the economic principle of always making the best of even a bad bargain. Because of the malinvestments, however, the boom always leads to general *impoverishment*, i.e., reduces the standard of living below what it would have been in the absence of the boom. For the credit expansion has caused the squandering of scarce resources and scarce capital. Some resources have been completely wasted, and even those malinvestments that continue in use will satisfy consumers less than would have been the case without the credit expansion.» Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., p. 863.

la causa *mediata* del paro se encuentra en la inflación, o mejor dicho, en la expansión crediticia iniciada por el sistema bancario sin respaldo de ahorro real, pues es la que, en última instancia, da pie a que surja el paro o desempleo masivo. Esto se debe a que la expansión crediticia genera todo el proceso de descoordinación y mala inversión generalizada que ya hemos descrito, asignando de manera masiva los factores originarios de producción a unos lugares de la estructura productiva donde no debían estar, pues los empresarios los atraen para alargar y ensanchar la estructura de bienes de capital, sin darse cuenta de que con ello están cometiendo, generalizadamente, un grave error empresarial. Cuando llega la crisis y se ponen de manifiesto los errores cometidos, es preciso que se produzcan de nuevo movimientos masivos de factores originarios de producción y de mano de obra desde las etapas más alejadas del consumo a aquellas otras más próximas al mismo, todo lo cual exige disponer de un mercado laboral especialmente flexible y libre de todo tipo de restricciones y coacciones sindicales e institucionales. Por eso, aquellas sociedades con un mercado laboral más rígido experimentarán un volumen de desempleo mayor y durante un periodo de tiempo más prolongado cuando inevitablemente se pongan de manifiesto los errores empresariales inducidos en la estructura productiva por la expansión crediticia.¹⁸

La única forma de luchar contra el paro o desempleo consiste, por tanto, a corto plazo, en flexibilizar el mercado laboral en todos los sentidos, y a medio y largo plazo en evitar que se inicie proceso alguno de expansión artificial que tenga su origen en la concesión de créditos por parte del sistema bancario sin que previamente se haya producido un incremento del ahorro voluntario en la sociedad.

7

LA INSUFICIENCIA DE LA CONTABILIDAD NACIONAL A LA HORA DE RECOGER LAS DIFERENTES FASES DEL CICLO ECONÓMICO

Las estadísticas relativas al Producto Nacional Bruto (PNB) y, en general, las definiciones y metodología propias de la contabilidad nacional no son un buen indicador de las fluctuaciones económicas. Efectivamente, como ya hemos visto, las cifras del Producto Nacional Bruto ocultan sistemáticamente tanto los artificiales efectos expansivos de la creación de créditos por parte de la banca, como los efectos contractivos que la crisis tiene sobre las etapas más alejadas del consumo.¹⁹ La razón de este fenómeno radica en que, en contra de lo que su-

¹⁸ Nos estamos refiriendo al paro involuntario (o institucional) y no a la denominada «tasa natural de desempleo» (o de desempleo voluntario y «catalítico») que de manera tan espectacular se ha incrementado en los tiempos modernos como resultado del generoso subsidio de desempleo y de otras medidas que tienen un fuerte efecto desincentivador sobre el deseo de los trabajadores de recolocarse en el mercado laboral. Véase, además, F.A. Hayek, *¿Inflación o pleno empleo?*, Unión Editorial, Madrid 1976.

¹⁹ Véanse las anteriores pp. 245-249 y la bibliografía allí citada. Como bien ha puesto de manifiesto Mark Skousen: «Gross Domestic Product systematically underestimates the ex-

giere el propio calificativo de *bruto* que se añade a la expresión «Producto Nacional», su importe no es sino una cifra *neta* que excluye de su cómputo el valor de todos los bienes de capital *intermedios* que al final del periodo de medición quedan disponibles como *inputs* para el ejercicio siguiente. De manera que las cifras del Producto Nacional Bruto exageran la importancia que el consumo²⁰ tiene sobre la Renta Nacional, dejando en un tercer lugar, después del gasto del gobierno, a la producción de bienes *finales* de capital terminados a lo largo del periodo (que son los únicos que se recogen, por definición, en las cifras del PNB), y absurdamente no computándose en absoluto en torno a la mitad del esfuerzo empresarial y productivo de toda la sociedad, y que es el que se dedica a la elaboración de productos intermedios.

Un indicador mucho más exacto del efecto sobre el mercado y la sociedad de los ciclos económicos sería el de la Renta Social Bruta (RSB) gastada en un ejercicio, y calculada de la forma descrita en los Cuadros del capítulo V, es decir,

pansionary phase as well as the contraction phase of the business cycle. For example, in the most recent recession, real GDP declined 1-2 percent in the United States, even though the recession was quite severe according to other measures (earnings, industrial production, employment) ... A better indicator of total economic activity is Gross Domestic Output (GDO), a statistic I have developed to measure spending in all stages of production, including intermediate stages. According to my estimates, GDO declined at least 10-15 percent during the most of the 1990-92 recession.» Véase «I like Hayek: How I Use His Model as a Forecasting Tool», presentado en The Mont Pèlerin Society General Meeting, que tuvo lugar en Cannes, Francia, del 25 al 30 de septiembre de 1994, manuscrito pendiente de publicación, p. 12.

²⁰ En general, tiende a darse una importancia exagerada al sector de bienes y servicios de consumo, tanto por los economistas más convencionales como por los dirigentes políticos y comentaristas de temas económicos. Este fenómeno tiene su razón de ser, primeramente, en el hecho de que, como ya hemos indicado, la Contabilidad Nacional tiende a exagerar la importancia del consumo sobre la renta total, pues elimina de sus cálculos la mayor parte de los productos de las etapas intermedias del proceso productivo, haciendo que el consumo aparezca como el sector más importante de la economía, usualmente situado para las economías modernas entre un 60 y 70 por ciento del total de la Renta Nacional (cuando no suele llegar a un tercio de la Renta Social Bruta, es decir, si se computa en relación con el total de lo que se gasta en todas las etapas de la estructura productiva). Además, se constata cómo las doctrinas keynesianas siguen ejerciendo un efecto muy importante sobre la metodología de las cuentas de la Contabilidad Nacional, así como sobre los procedimientos estadísticos utilizados para recoger la información necesaria para elaborarlas. Desde el punto de vista keynesiano, interesa exagerar la importancia de la función de consumo como parte integrante de la demanda agregada, lo cual hace que la Contabilidad Nacional se centre en este fenómeno, ignore y no compute la parte de la Renta Social Bruta que no encaja bien en los modelos keynesianos y no se moleste en intentar recopilar la evolución, mucho más volátil y difícil de predecir que el consumo, de las diferentes etapas que se dedican a la producción de bienes de capital intermedios. Sobre estos interesantes extremos debe consultarse a Mark Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., p. 306. A modo de ilustración y, siguiendo un estudio del Departamento de Comercio de los Estados Unidos titulado «The Interindustry Structure of the United States», publicado en 1986, un 43,8% de la renta social bruta americana (equivalente a 3.297.977 millones de dólares) eran productos intermedios no recogidos en las cifras del PIB (equivalente tan sólo a un 56,2% de la renta social bruta, es decir, 4.235.116 millones de dólares). Véase Arthur Middleton Hughes, «The Recession of 1990: An Austrian Explanation», *The Review of Austrian Economics*, 10, n.º 1 (1997), nota 4, p. 108. Compárense estos datos con los que ya dimos para 1982 en la nota 38 del capítulo V.

en términos *verdaderamente brutos* e incluyendo la *totalidad* del gasto monetario, no sólo en bienes y servicios finales, sino en todos los productos intermedios producidos en la totalidad de las etapas del proceso productivo. Con una medición de este tipo se pondría de manifiesto cuáles son los verdaderos efectos sobre la estructura productiva de la expansión crediticia y de la contracción económica a la que la misma, tarde o temprano, siempre da lugar.²¹

8

LA FUNCIÓN EMPRESARIAL Y LA TEORÍA DEL CICLO

En otro lugar²² he expuesto una teoría de la función empresarial muy enraizada en la concepción de la misma desarrollada por Ludwig von Mises, Friedrich A. Hayek e Israel M. Kirzner. El empresario es todo ser humano actor que ejerce cada una de sus acciones siendo perspicaz, estando alerta sobre las oportunidades de ganancia subjetiva que surgen en su entorno y actuando para intentar aprovecharse de las mismas. La innata capacidad empresarial del ser humano no sólo *crea* constantemente nueva información en cuanto a sus fines y medios, sino que además pone en funcionamiento de manera espontánea un proceso por el cual esta información tiende a *transmitirse* a lo largo del cuerpo social, *coordinándose* de manera espontánea los comportamientos desajustados de los seres humanos. La capacidad coordinadora de la función empresarial explica e impulsa el nacimiento, evolución y desarrollo coordinado de la sociedad y civilización humanas, siempre y cuando la acción empresarial no se vea coaccionada de manera sistemática (intervencionismo y socialismo) ni se

²¹ F.A. Hayek, en las últimas páginas de su artículo de 1942 sobre el Efecto Ricardo («The Ricardo Effect», en *Individualism and Economic Order*, ob. cit., pp. 251-254) estudió con detalle cómo las estadísticas tradicionales sobre el índice de precios de consumo tienden a oscurecer y hacer imposible la descripción empírica de la evolución del ciclo, en general, y del funcionamiento del Efecto Ricardo durante el mismo, en particular. En efecto, las estadísticas en uso no recogen la evolución de los precios de los productos de las distintas etapas del proceso productivo, ni tampoco la relación que existe en cada una de dichas etapas entre el precio que se paga a los factores originarios de producción que intervienen en las mismas y la evolución del precio de sus productos. Por fortuna, se han efectuado estudios estadísticos que, en todos los casos, han venido a confirmar el análisis austriaco, poniendo de manifiesto cómo la evolución del precio de las etapas más alejadas del consumo es mucho más volátil y cambiante que la del precio de los bienes de consumo. Así, Mark Skousen, en su artículo ya citado y presentado ante la Reunión General de la Sociedad Mont Pèlerin, que tuvo lugar del 25 al 30 de septiembre de 1994 en Cannes, mostró cómo en Estados Unidos el precio de los bienes *más alejados* del consumo en los últimos 15 años había oscilado entre un +30 por ciento de aumento y un -10 por ciento de disminución, según los años y fases del ciclo; mientras que, el precio de los productos de las etapas intermedias había evolucionado entre un +14 por ciento y un -1 por ciento, según las diferentes etapas del ciclo, siendo la evolución del precio de los *bienes de consumo* entre un +10 por ciento y un -2 por ciento, según las diferentes etapas del mismo. Estos resultados son igualmente confirmados por el importante trabajo de V.A. Ramey, «Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, junio de 1989, pp. 338-354.

²² Véase Jesús Huerta de Soto, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, obra ya citada, caps. II y III.

vea obligada a actuar en un entorno en el que no se respeten las normas tradicionales del derecho, por haber sido concedidos privilegios por parte del gobierno a determinados grupos sociales. Cuando la función empresarial no puede encuadrarse en un marco jurídico de principios de derecho material o se encuentra coaccionada de manera sistemática, entonces no sólo deja de crear y transmitir un importante volumen de información social, sino que además genera información corrompida o distorsionada, y da lugar a comportamientos descoordinados e irresponsables. Desde este punto de vista, puede considerarse que nuestra teoría de ciclo no es sino *una aplicación de la teoría más general de la función empresarial al caso concreto de la descoordinación intertemporal (es decir, entre diferentes periodos de tiempo) a que da lugar el ejercicio de la actividad bancaria no sometida a los principios generales del derecho* y fundada, por tanto, en el privilegio de conceder préstamos sin respaldo de un incremento previo del ahorro voluntario (contrato de depósito bancario de dinero con un coeficiente de reserva fraccionaria). Nuestra teoría ha logrado, por tanto, explicar de qué manera el incumplimiento de los principios del derecho produce, como siempre, una grave descoordinación social, pero ahora en un ámbito tan complejo y abstracto como es el del dinero y el del crédito bancario. Así, y gracias a la teoría económica, se ha logrado conectar fenómenos jurídicos (la concesión de privilegios en violación de los principios del derecho de propiedad) y económicos (crisis y recesiones) que hasta ahora se pensaba que no tenían ninguna relación entre sí.

Alguien podrá preguntarse cómo es posible que, una vez desarrollada por los economistas la teoría del ciclo que aquí hemos expuesto, los empresarios no se vean afectados por la misma y modifiquen su comportamiento, en el sentido de que no acepten los préstamos que reciben del sector bancario ni emprendan proyectos de inversión que luego, en muchos casos, van a suponer su ruina. Sin embargo, hay que reconocer que los empresarios no pueden inhibirse de participar en el proceso generalizado de descoordinación a que da lugar la expansión crediticia de los bancos, incluso aunque en términos *formales* conozcan perfectamente cómo va a evolucionar el ciclo. Esto es así porque cuando al empresario individual se le ofrece un préstamo, éste desconoce si el mismo tiene su origen o no en un incremento del ahorro voluntario de la sociedad. Y aunque sus sospechas pudieran, hipotéticamente, orientarse del lado de pensar que el mismo ha sido creado de la nada por su banco, tampoco tiene por qué inhibirse de pedir y utilizar el préstamo para ampliar sus proyectos de inversión, *si es que piensa que va a ser capaz de retirarse de los mismos antes de que se produzca la inevitable crisis*. Es decir, existe la posibilidad de obtener importantes beneficios empresariales para aquellos empresarios que, aunque conozcan que todo el proceso se basa en un *boom* artificial, sean lo suficientemente perspicaces como para retirarse del mismo a tiempo, liquidando sus proyectos y empresas antes de que la crisis llegue. Luego el propio espíritu empresarial, y el obligado ánimo de lucro en que el mismo se fundamenta, hacen ineludible que los empresarios, aunque conozcan la teoría del ciclo, se vean abocados a participar en el mismo. Como es lógico, nadie puede prever con exactitud las coordenadas concretas de tiempo y lugar en las que se desencadenará la crisis, y sin duda una parte

muy importante de los empresarios se verán «sorprendidos» por la misma y pasarán a tener graves dificultades. Pero esto no quita para que, *a priori*, y desde un punto de vista teórico, nunca podamos calificar de «irracionales» a aquellos empresarios que, aun conociendo la teoría del ciclo, se dejen llevar por el nuevo dinero que reciben, que ha sido creado de la nada por el sistema bancario, y que de entrada les genera una importante capacidad adicional de pago y la posibilidad de lograr cuantiosos beneficios.²³

Existe otro punto de conexión entre la teoría de la función empresarial y la teoría del ciclo económico, que tiene que ver con la etapa de crisis y reajuste en la que se ponen de manifiesto los graves errores cometidos en las anteriores fases del ciclo. Y es que las depresiones económicas son los periodos en los que históricamente se han iniciado las mayores fortunas empresariales. La razón de este fenómeno radica en que en las etapas más profundas de la recesión existen multitud de bienes de capital que se han producido por error y cuyo precio de mercado se reduce a una fracción del que originariamente tenían. Por tanto, aquellos empresarios que tengan la suficiente perspicacia como para llegar a esa fase recesiva del ciclo con liquidez y adquirir, de manera muy selectiva, aquellos bienes de capital que prácticamente ya no tengan precio, pero que luego, cuando la economía se recupere, sean de nuevo muy valorados, podrán obtener cuantiosos beneficios empresariales. La función empresarial, por tanto, juega un papel protagonista a la hora de salvar lo que se pueda y obtener el mejor uso posible según las circunstancias de aquellos bienes de capital producidos por error, seleccionándolos y conservándolos para aquel futuro más o menos lejano en que la economía se haya recuperado y puedan, de nuevo, volver a ser útiles a la sociedad.

9

LA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS Y SUS EFECTOS DESESTABILIZADORES SOBRE EL SISTEMA ECONÓMICO

Un problema de gran interés teórico, y que ha tenido relevancia práctica en el pasado y parece que vuelve a tenerla en el presente, es el de si una expansión crediticia efectuada por el sistema bancario sin respaldo de ahorro real, que

²³ Es preciso, sin embargo, recordar aquí la siguiente aguda observación de Mises: «it may be that businessmen will in the future react to credit expansion in a manner other than they have in the past. It may be that they will avoid using for an expansion of their operations the easy money available because they will keep in mind the inevitable end of the boom. Some signs forebode such a change. But it is too early to make definite a statement.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p.797. No obstante, y por las razones dadas en el texto principal, creemos que esta premonitoria exposición de la hipótesis de las *expectativas racionales* realizada por Mises en 1949 no está justificada, pues, aunque los empresarios conozcan perfectamente la teoría del ciclo y quieran evitar verse atrapados por el mismo, siempre seguirán estando tentados a participar en él por los importantes beneficios que pueden obtener si es que saben salirse a tiempo de los correspondientes proyectos de inversión. Sobre este mismo tema, véase, además, lo que decimos en las pp. 416-421 del próximo capítulo VII.

suponga el incremento justo de la oferta monetaria que sea necesario para mantener inalterado el poder adquisitivo del dinero (o, si se prefiere, el «nivel general de precios») da lugar o no a que se produzcan los efectos depresivos que estamos analizando en este capítulo. Esta situación se plantearía en aquellos periodos económicos en los que se verificase un importante incremento de la productividad, como consecuencia de la introducción de nuevas tecnologías, de innovaciones empresariales y de la acumulación de capital bien invertido por una función empresarial diligente y perspicaz.²⁴ Como ya hemos visto, un incremento del ahorro voluntario, manteniéndose constante la cantidad de dinero en circulación, y sin que se produzcan artificiales crecimientos expansivos de los créditos bancarios, da lugar a un ensanchamiento (lateral) y a un alargamiento (longitudinal) en las etapas de bienes de capital de la estructura productiva, que pueden culminarse sin problemas y, una vez que se han terminado, producen un nuevo aumento en la cantidad y calidad de la producción final de bienes y servicios de consumo. Esta incrementada producción de bienes y servicios de consumo ha de venderse a una demanda monetaria disminuida (precisamente en el importe del aumento del ahorro), lo cual determina que el precio de los bienes y servicios de consumo tienda a disminuir, y siempre a un ritmo más rápido que la posible reducción en las rentas nominales de los factores originarios de producción, cuya renta en términos reales se incrementa, por tanto, muy significativamente.

El problema que ahora planteamos es el de si una política destinada a incrementar la oferta monetaria, mediante la expansión crediticia o por otro procedimiento, que tenga como objetivo *mantener inalterado el nivel de precios de los bienes y servicios de consumo*, hace que se desencadenen o no los procesos estudiados que llevan a la descoordinación intertemporal entre los diferentes agentes económicos y, en última instancia, a la crisis y depresión económica. Esta fue, por ejemplo, la situación que se planteó en la economía norteamericana a lo largo de los años veinte del siglo XX, en que se experimentó un notabilísimo crecimiento de la productividad que, sin embargo, no se vio acompañado por la natural disminución que, en condiciones normales, se hubiera producido en el precio de los bienes y servicios de consumo, debido a la política expansiva del sistema

²⁴ Esta parece ser la situación del *boom* experimentado por la economía norteamericana durante los últimos años de la década de los noventa, en los que el gran aumento de la productividad ha enmascarado en gran medida los negativos efectos distorsionadores de la gran expansión monetaria, crediticia y bursátil que se ha verificado. El paralelismo con la evolución de los hechos económicos durante los años veinte es grande y, muy posiblemente, el proceso se verá interrumpido por otra gran recesión, que de nuevo pillará de sorpresa a todos aquellos que sólo se fijan en su análisis en la evolución del «nivel general de precios» y de otras magnitudes macroeconómicas que ocultan las realidades microeconómicas subyacentes (desproporcionalidades en la estructura productiva real de la economía). En el momento de escribir estas líneas (fines del año 1997) los primeros síntomas de una nueva recesión ya se han hecho notar, al menos a través de las graves crisis bancarias, bursátiles y financieras que se han desencadenado en los mercados asiáticos. Respecto a la evolución de los hechos económicos a partir de 1998, que confirma plenamente el análisis de este libro, puede consultarse el Prefacio a su 2.^a edición. Por último, los Prefacios a la 4.^a, 5.^a, 6.^a, 7.^a y 8.^a ediciones explican mi interpretación de lo acaecido en el mundo económico y financiero hasta finales de 2023.

bancario de los Estados Unidos orquestada por la Reserva Federal con el objetivo de estabilizar, impidiendo que subiera, el poder adquisitivo del dinero.²⁵

Pues bien, en este momento, al lector no le ha de suponer ninguna dificultad comprender que una política de expansión crediticia sin respaldo de ahorro real ha de producir, inexorablemente, todos los procesos que llevan al surgimiento de la crisis y la depresión económica, aunque aquélla vaya acompañada de un aumento paralelo en la productividad del sistema y no se ponga de manifiesto un crecimiento en los precios nominales de los bienes y servicios de consumo. Y es que lo importante no son los movimientos *absolutos* en el nivel general de precios de los bienes de consumo, sino cómo se comportan éstos en *términos relativos* respecto al resto de los precios de los productos intermedios de las etapas más alejadas del consumo y de los factores originarios de producción. En efecto, en la crisis de 1929, los precios relativos de los bienes de consumo (que en términos nominales no subieron e incluso se redujeron ligeramente) crecieron mucho respecto de los precios de los bienes de capital (que experimentaron una dramática caída en términos nominales). Además los ingresos globales (y, por tanto, los beneficios) de las empresas próximas al consumo no dejaron de crecer extraordinariamente durante los años finales de la expansión, como resultado del gran aumento de su productividad vendida a precios nominales constantes en un entorno de gran expansión inflacionaria. De manera que los efectos típicos desencadenantes de la reversión (crecimiento relativo de los beneficios en el consumo y subida del tipo de interés) se pro-

²⁵ Véanse, más adelante, las pp. 380 y ss, así como el detallado análisis de este periodo histórico efectuado por Murray N. Rothbard en su notable libro *America's Great Depression*, 3.ª edición, Sheed & Ward, Kansas City 1975 (5.ª edición prologada por Paul Johnson, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama 2000). Ludwig von Mises (*Human Action*, ob. cit., p. 561) ha indicado por su parte cómo los periodos históricos en que se han producido las crisis económicas han sido, por lo general, periodos de continuo progreso en la productividad, debido a que: «the steady advance in the accumulation of new capital made technological improvement possible. Output per unit of input was increased and business filled the markets with increasing quantities of cheap goods.» Mises explica que este fenómeno tiende a compensar en parte el efecto de crecimiento de los precios a que da lugar un aumento de la expansión crediticia, y que incluso en determinadas circunstancias puede llegar a verificarse una disminución, en vez de un aumento, en el precio de los bienes de consumo, concluyendo que «As a rule, the resultant of the clash of opposite forces was a preponderance of those producing the rise in prices. But there were some exceptional instances too in which the upward movement of prices was only slight. The most remarkable example was provided by the American boom of 1926-29.» Y en todo caso Mises se preocupa de ponernos en guardia contra las políticas de estabilización del nivel general de precios, no sólo por enmascarar la expansión crediticia en épocas de aumento de productividad, sino además por el error teórico en que las mismas caen: «It is a popular fallacy to believe that perfect money should be neutral and endowed with unchanging purchase power, and that the goal of monetary policy should be to realize this perfect money. It is easy to understand this idea... against the still more popular postulates of the inflationists. But it is an excessive reaction, it is in itself confused and contradictory, and it has worked havoc because it was strengthened by an inveterate error inherent in the thought of many philosophers and economists.» (*Human Action*, ob. cit., p. 418).

ducen igualmente en un entorno de aumento de la productividad, incluyendo el «Efecto Ricardo», en la medida en que son los mayores beneficios y ventas en el sector del consumo (más que la subida de precios nominales, que entonces no se produjo) la que pone de manifiesto que el coste relativo de la mano de obra en ese sector se ha reducido.

Precisamente, los trabajos teóricos que realizó Hayek, con motivo de su primer viaje de estudios a los Estados Unidos en los años veinte, tuvieron como objetivo analizar los efectos de la política de estabilización de la unidad monetaria que entonces, y bajo los auspicios de Fisher y otros monetaristas, se consideraban inocuos y muy convenientes para el sistema económico. Hayek, después de analizar la situación americana, llega a una conclusión completamente contraria que expone en su conocido artículo sobre el «Equilibrio intertemporal de los precios y los movimientos en el valor del dinero», que se publicó en 1928,²⁶ y en el que demuestra que una política de estabilización del poder adquisitivo de la unidad monetaria es incompatible con la necesaria función del dinero a la hora de coordinar las decisiones y comportamientos de los agentes económicos en diferentes momentos del tiempo. Hayek explica cómo, manteniéndose constante la cantidad de dinero en circulación, un crecimiento generalizado de la productividad del sistema económico ha de dar lugar a una disminución del precio de los bienes y servicios de consumo, es decir, del nivel general de precios, si se quiere mantener el equilibrio intertemporal entre las acciones de los diferentes agentes económicos. De manera que una política que evite una disminución en el precio de los bienes y servicios de consumo que tenga su origen, insistimos, no en una disminución de la cantidad de dinero, sino en un aumento de la productividad, genera expectativas en cuanto al mantenimiento de los precios en el futuro que inexorable-

²⁶ El artículo se publicó por primera vez en alemán con el título de «Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des 'Geldwertes'», publicado en el *Weltwirtschaftliches Archiv*, n.º 2, año 1928, pp. 36-76. Este artículo no fue traducido ni publicado en inglés hasta 1984, cuando fue incluido en el libro *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry (ed.), The University of Chicago Press, Chicago 1984, pp. 71-118. El título en inglés de este artículo es «Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money» (traducido al español por José Antonio de Aguirre, con el título «El equilibrio intertemporal de los precios y los movimientos en el valor del dinero», y publicado como Apéndice II de Friedrich A. Hayek, *El nacionalismo monetario y la estabilidad internacional*, Unión Editorial/Ediciones Aosta, Madrid 1996, pp. 126-176). Posteriormente, en 1994, se publicó una segunda traducción inglesa, mejor que la primera, debida a William Kirby, con el título de «The System of Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the 'Value of Money'», cap. 27 de *Classics in Austrian Economics: A sampling in the History of a Tradition*, Israel M. Kirzner (ed.), vol. III (*The Age of Mises and Hayek*), William Pickering, Londres 1994, pp. 161-198. Antes de ese trabajo, Hayek había tratado este mismo tema en su artículo «Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise von 1920», *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik*, n.s.5 (1925), vols. 1-3, pp. 25-63 y vols. 4-6, pp. 254-317; la parte teórica de este trabajo se ha publicado en inglés con el título de «The monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis», en *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, ob.cit, pp. 5-32. En este artículo Hayek critica por primera vez las políticas estabilizadoras emprendidas en Estados Unidos.

mente dan lugar a un alargamiento artificial de la estructura productiva que, por fuerza, se ha de revertir en forma de una depresión. Aunque Hayek, en 1928, aún no había elaborado sus refinadas aportaciones de los años treinta que nosotros hemos utilizado en nuestro análisis y que hacen mucho más clara la comprensión de este fenómeno, es especialmente meritorio que, ya en esa fecha, llegara a la siguiente conclusión que exponemos con sus propias palabras: «It must be assumed, in sharpest contradiction to the prevailing view, that it is not a deficiency in the stability of the purchasing power of money that constitutes one of the most important sources of disturbances of the economy from the side of money. On the contrary, it is the tendency peculiar to all commodity currencies to stabilize the purchasing power of money even when the general state of supply is changing, a tendency alien to all the fundamental determinants of economic activity.»²⁷

No es de extrañar, por tanto, que precisamente F.A. Hayek y el resto de los teóricos de su escuela en la segunda mitad de los años veinte, y tras analizar detalladamente la expansiva política monetaria de los Estados Unidos (que, sin embargo, dado el aumento de la productividad no se plasmó en un aumento de los precios), fueran los únicos capaces no sólo de interpretar correctamente el carácter en gran parte artificial del *boom* expansivo norteamericano y de su concomitante impacto en forma de crecimiento aparentemente ilimitado en los índices de la bolsa de valores de Nueva York, sino también de prever, contraccorriente y para sorpresa de todos, el advenimiento de la Gran Depresión de 1929.²⁸ Podemos, por tanto, concluir con Fritz Machlup que «the creation of

²⁷ F.A. Hayek, «Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money», ob. cit., p. 97. Esta cita podría traducirse al español de la siguiente manera: «Debe concluirse, en aguda contradicción con el punto de vista generalmente aceptado, que no es ninguna deficiencia en la estabilidad del poder adquisitivo del dinero la que genera una de las fuentes más importantes de desequilibrio en la economía por parte del dinero. Por el contrario, es la peculiar tendencia de los diferentes sistemas monetarios a estabilizar el poder adquisitivo del dinero incluso cuando el estado general de la oferta está cambiando, la que crea tales desequilibrios, tendencia que en todo caso es ajena a todos los determinantes fundamentales de la actividad económica.» Hayek de manera aún más taxativa concluye que «there is no basis in economic theory for the view that the quantity of money must be adjusted to changes in the economy if economic equilibrium is to be maintained or —what signifies the same— if monetary disturbances to the economy are to be prevented.». *Ibidem*, p. 106.

²⁸ Véase Mark Skousen, «Who Predicted the 1929 Crash?», incluido en *The Meaning of Ludwig von Mises*, Jeffrey M. Herbener (ed.), Kluwer Academic Publishers, Amsterdam 1993, pp. 247-284. También Lionel Robbins, en la «Introducción» que escribió para la primera edición de *Prices and Production* (Routledge, Londres 1931, p. xii), se refirió expresamente a la predicción por Mises y Hayek del advenimiento de la Gran Depresión. Esta predicción de la Gran Depresión apareció por escrito en un artículo de Hayek publicado en 1929 en *Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Konjunkturforschung*. Posteriormente, en 1975, al ser preguntado Hayek a este respecto, contestó lo siguiente (*Gold & Silver Newsletter*, Monex International, Newport Beach, California, junio de 1975): «I was one of the only ones to predict what was going to happen. In early 1929, when I made this forecast, I was living in Europe which was then going through a period of depression. I said that there [would be] no hope of a recovery in Europe until interest rates fell, and interest rates would not fall until the American boom collapses, which I said was likely to happen within

new circulating media so as to keep constant a price level which would otherwise have fallen in response to technical progress, may have the same unstabilizing effect on the supply of money capital that has been described before, and thus be liable to lead to a crisis. In spite of their stabilizing effect on the price level, the emergence of the new circulating media in the form of money capital may cause roundabout processes of production to be undertaken which cannot in the long run be maintained.»²⁹

Aunque estas consideraciones pudieran parecer en el pasado de poca relevancia práctica, dado el crónico crecimiento en el nivel general de precios que experimentaron las economías occidentales en las pasadas décadas, hoy han recuperado su importancia, y nos ponen de manifiesto que, incluso con una política de «estabilidad» monetaria garantizada por parte de los bancos centrales, en entornos de gran crecimiento de la productividad se producirán inexorablemente crisis económicas, si es que no se impide toda expansión crediticia.

the next few months. What made me expect this, of course, is one of my main theoretical beliefs, that you cannot indefinitely maintain an inflationary boom. Such a boom creates all kinds of artificial jobs that might keep going for a fairly long time but sooner or later must collapse. Also, I was convinced after 1927, when the Federal Reserve made an attempt to stave off a collapse by credit expansion, the boom had become a typically inflationary one. So in early 1929 there was every sign that the boom was going to break down. I knew by then that the Americans could not prolong this sort of expansion indefinitely, and as soon as the Federal Reserve was no longer to feed it by more inflation, the thing would collapse. In addition, you must remember that at the time the Federal Reserve was not only unwilling but was *unable* to continue the expansion because the gold standard set a limit to the possible expansion. Under the gold standard, therefore, an inflationary boom could not last very long.» Y todo este proceso, que tan fácil fue de comprender y predecir a los economistas austriacos, por disponer ya del instrumental analítico necesario, se produjo en un entorno en el que el nivel general de precios de bienes de consumo no sólo no aumentó sino que tendió a disminuir ligeramente. En efecto, la estabilidad del nivel general de precios en los EE UU de los años veinte fue muy grande: de un índice de 93,4 (base 100 en 1926) en junio de 1921, se pasó en noviembre de 1925 a un índice 104,5, que volvió a caer a 95,2 en junio de 1929. Durante este periodo de 7 años, sin embargo, la oferta monetaria creció de 45,3 a 73,2 billones de dólares, es decir, más de un 61%. Véase Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, pp. 88 y 154. Rothbard concluye con su natural agudeza que «The ideal of a stable price level is relatively innocuous during a price rise when it can aid sound money advocates in trying to check the boom; but it is highly mischievous when prices are tending to sag, and the stabilizationists call for inflation. And yet, stabilization is always a more popular rallying cry when prices are falling.» Murray N. Rothbard, *ob. cit.*, p. 158. Incidentalmente, es preciso resaltar el gran paralelismo existente entre la situación descrita por Hayek y la que setenta años después, en el momento de escribir estas líneas (1997), está produciéndose, por lo que es muy posible que pronto el *boom* económico y bursátil americano revierta en una recesión que afecte a todo el mundo (y que ya ha comenzado a manifestarse en los mercados asiáticos).

²⁹ Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, *ob. cit.*, p. 177. La traducción al español de esta cita podría ser la siguiente: «La creación de nuevo crédito circulatorio para mantener constante un nivel general de precios que en otras circunstancias habría bajado como consecuencia del progreso técnico, puede tener los mismos efectos desestabilizadores del aumento de dinero y del crédito que se han descrito antes, y así dar lugar a la aparición de una crisis económica. A pesar del efecto estabilizador sobre el nivel general de precios, la aparición de nuevo dinero en forma de créditos puede generar un alargamiento en los procesos de producción que a largo plazo no podrá ser mantenido.»

De manera que es muy posible que, próximamente, estas consideraciones vuelvan a tener gran transcendencia práctica y, en todo caso, son de gran importancia, no sólo para entender muchos ciclos económicos del pasado (y entre ellos como más importante, el de la Gran Depresión de 1929), sino además como aplicación de las conclusiones teóricas extraídas de nuestro análisis.³⁰

10

CÓMO EVITAR LOS CICLOS ECONÓMICOS: PREVENCIÓN Y RECUPERACIÓN DE LA CRISIS ECONÓMICA

De cuanto llevamos dicho hasta aquí se deduce fácilmente que, una vez que los bancos han emprendido una política de expansión crediticia, o se ha incrementado la oferta monetaria en forma de concesión de nuevos créditos sin

³⁰ Gottfried Haberler demostró que la caída del nivel general de precios debida a mejoras constantes en todas las líneas de producción no tiene las mismas consecuencias negativas de una deflación monetaria. Véase, en este sentido, su monografía *Der Sinn der Indexzahlen: Eine Untersuchung über den Begriff des Preisniveaus und die Methoden seiner Messung*, Verlag von J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübinga 1927, pp. 112 y ss. Y también su artículo «Monetary Equilibrium and the Price Level in a Progressive Economy», aparecido en *Economica*, febrero de 1935, pp. 75-81 (este artículo ha sido reeditado en Gottfried Haberler, *The Liberal Economic Order*, vol. II, *Money and Cycles and Related Things*, Anthony Y.C. Koo (ed.), Edward Elgar, Aldershot 1993, pp. 118-125). Gottfried Haberler posteriormente matizó su posición respecto de la teoría austriaca del ciclo económico, lo cual dio lugar a la interpretación, a nuestro juicio no justificada, de que se había retractado totalmente de la misma. La máxima concesión que Gottfried Haberler realizó consistió en afirmar que los teóricos de la Escuela Austriaca no habían demostrado de una manera *rigurosa* que la estabilización de los precios en una economía que progresa habría de conducir *siempre* a una crisis económica (véase Gottfried Haberler, *Prosperidad y depresión: análisis teórico de los movimientos cíclicos*, versión española de Gabriel Franco y Javier Márquez, Fondo de Cultura Económica, México 1942, p. 55; la edición original en inglés y francés apareció en 1937). Además, Haberler no justifica su cambio de opinión en ninguna consideración teórica, sino simplemente en la posibilidad de que en el proceso de la evolución del ciclo se produzcan, con carácter adicional e imprevisto, otros fenómenos (por ejemplo, un incremento del ahorro voluntario, etc.) que tiendan a neutralizar en mayor o menor medida la dirección de las fuerzas que el análisis económico indica. Corresponde, por tanto, a Haberler y sus acólitos explicar en cada ciclo concreto qué circunstancias específicas pueden haber neutralizado los efectos típicos de la expansión crediticia previstos de manera general por los austriacos y cuya teoría formal no han logrado desvirtuar en un ápice (véanse, además, nuestros comentarios a la tesis semejante de D. Laidler en las pp. 411-412). Otro autor de interés es L. Albert Hahn, que, en su *Economía política y sentido común*, Editorial Aguilar, Madrid 1979, se plantea si el incremento de la productividad justifica o no una política de expansión inflacionista del crédito, llegando a la conclusión (pp. 121-122) de que dicha política generadora de *inflación sin inflación* que, en general, se considera como totalmente inofensiva, puede tener efectos muy perturbadores y generar una profunda crisis económica. Para Hahn, el error de los teóricos que consideran inocua tal política se debe a que «no tienen en cuenta que una productividad ascendente procura beneficios a los empresarios en tanto los costes no aumenten a la vez proporcionalmente». Por eso, Murray N. Rothbard concluye que lo importante no es tanto cómo evolucione el nivel general de precios, sino si a través de una política de expansión crediticia se reduce el tipo de interés por debajo de aquel nivel que hubiera tenido en un mercado libre en el que tal política no se hubiera llevado a cabo (*Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 862-863).

respaldo de nuevo ahorro voluntario, espontáneamente se desencadenan unos procesos que hacen que, tarde o temprano, surja la crisis y la recesión. Por tanto, las crisis y depresiones económicas *no se pueden evitar* si previamente se produce una expansión crediticia. Lo único que cabe hacer es *prevenir* el comienzo del proceso impidiendo que se emprendan políticas de expansión crediticia o de crecimiento de la oferta monetaria en forma de la concesión por parte de la banca de nuevos créditos. En el capítulo final de este libro explicaremos las modificaciones institucionales que es preciso llevar a cabo para inmunizar a las economías modernas de las etapas sucesivas de auge y recesión que vienen experimentando regularmente. Estas reformas institucionales se basan, precisamente, en hacer volver el negocio bancario a los principios tradicionales del derecho de propiedad que regulan el contrato de depósito irregular de bienes fungibles y que exigen el mantenimiento, en todo momento, del *tantundem*, es decir, de un coeficiente de reserva del 100 por cien. Sólo de esta forma puede garantizarse que el sistema no empezará autónomamente expansión crediticia alguna sin respaldo de ahorro real, y que los créditos que se concedan tendrán siempre su origen en un incremento previo del ahorro voluntario de la sociedad. De esta manera sólo se iniciarán alargamientos sostenibles de la estructura productiva que, salvo en circunstancias excepcionales, podrán culminarse y mantenerse sin que se produzca una descoordinación sistemática entre las decisiones empresariales de los inversores y las decisiones del resto de los agentes económicos relativas al volumen y proporción de sus rentas que desean consumir y ahorrar.

Ahora bien, suponiendo que la expansión crediticia ya se haya verificado en el pasado, sabemos que la crisis económica inevitablemente llegará, por mucho que se intente retrasar su advenimiento mediante la inyección de nuevas dosis de expansión crediticia a un ritmo cada vez mayor. En todo caso, el advenimiento de la crisis y la recesión ha de considerarse que supone, en última instancia, el inicio de la *recuperación*. Es decir, debe interpretarse que la recesión económica supone el inicio de la etapa de *recuperación* pues es la fase en la que se ponen en evidencia los errores cometidos, se liquidan los proyectos de inversión erróneamente emprendidos y se comienza a trasladar la mano de obra y el resto de los recursos productivos hacia aquellos sectores y etapas en donde los consumidores los valoran más. De manera que al igual que la resaca, después de la borrachera, es una manifestación de la saludable reacción del organismo frente a la agresión alcohólica, con la recesión económica se inicia el periodo de recuperación, tan sano y necesario como doloroso, para volver a adaptar la estructura productiva a otra más acorde con la que los consumidores verdaderamente desean.³¹

³¹ «One point should be stressed: the *depression* phase is actually the *recovery* phase...; it is the time when bad investments are liquidated and mistaken entrepreneurs leave the market - the time when 'consumer sovereignty' and the free market reassert themselves and establish once again an economy that benefits every participant to the maximum degree. The depression period ends when the free-market equilibrium has been restored and expansionary distortion eliminated.» Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*,

La recesión llega cuando se ralentiza o interrumpe la expansión crediticia y, como consecuencia de ello, se liquidan los proyectos de inversión erróneamente emprendidos, estrechándose y reduciéndose el número de etapas de la estructura productiva y despidiéndose a los trabajadores y factores originarios de producción, que se encuentran empleados en las etapas más alejadas del consumo donde ya han dejado de parecer rentables. La recuperación se consolida cuando los agentes económicos, en general, y los consumidores, en particular, deciden disminuir en términos relativos su consumo, incrementando su ahorro para hacer frente a la devolución de los créditos que recibieron y también para afrontar la etapa de incertidumbre y recesión económica que se ha iniciado. Igualmente, tras el *boom* y el inicio del reajuste se produce naturalmente una disminución en el tipo de interés, que tiene su origen en la reducción, e incluso desaparición, de la prima derivada de las expectativas de disminución en el poder adquisitivo del dinero, y también en el mayor ahorro relativo a que la depresión da lugar. La disminución en el ritmo frenético del consumo de bienes y servicios de la etapa final, junto con el aumento del ahorro y el saneamiento a todos los niveles de la estructura productiva, impulsan las semillas de la recuperación cuyos efectos, inicialmente, son recogidos por los mercados bursátiles, que suelen ser los primeros en experimentar una cierta mejoría. Además, el crecimiento en términos reales de los salarios que se produce en la etapa de recuperación pone en funcionamiento el «Efecto Ricardo» y, con ello, se reanima la inversión en las etapas más alejadas del consumo, que de nuevo vuelven a contratar mano de obra y recursos productivos. De esta manera espontánea se culmina la recuperación, que podrá consolidarse y mantenerse indefinidamente siempre y cuando no se inicie una nueva etapa de expansión crediticia sin respaldo de ahorro real que, como es lo habitual, suele volver a repetirse, dando lugar a la aparición recurrente de nuevas crisis.³²

Sin embargo, y establecido que las crisis económicas no pueden evitarse sino tan sólo prevenirse, ¿cuál sería la política más adecuada en el caso de que se haya llegado a la inevitable crisis y recesión? La respuesta es sencilla si tenemos en cuenta el origen de la crisis y lo que ésta significa: la necesidad de que la estructura productiva se reajuste y se convierta en otra más acorde con el verdadero deseo de ahorrar de los consumidores, liquidando los proyectos de

ob. cit., p. 860. Por tanto, aun cuando en el próximo Cuadro VI-1 se distinguen las fases de «depresión» y «recuperación», de acuerdo con lo dicho en el texto debe considerarse, en términos estrictos, que en la fase de depresión se inicia la verdadera recuperación.

³² El estudio detallado de la recuperación con sus diferentes fases puede verse en las pp. 38-82 del libro de Hayek *Profits, Interest and Investment*, ya citado. Así como en las pp. 315-317 del libro de Mark Skousen *The Structure of Production*, también citado, y donde Skousen se refiere a la afirmación de Hayek según la cual: «It is a well-known fact that in a slump the revival of final demand is generally an effect rather than a cause of the revival in the upper reaches of the stream of production - activities generated by savings seeking investment and by the necessity of making up for postponed renewals and replacements.» Hayek hizo esta acertada observación en *The Economist*, en el artículo publicado el 11 de junio de 1983 con el título «The Keynes Centenary: The Austrian Critic», n.º 7293, p. 46.

inversión erróneamente emprendidos y trasladando masivamente factores de producción hacia las etapas y empresas más próximas al consumo, que es en donde los consumidores demandan que se encuentren. Por tanto, la única política posible y conveniente en caso de crisis consiste en *flexibilizar al máximo la economía* en general, y en particular los diferentes mercados de los factores productivos, y sobre todo del factor trabajo, con la finalidad de que el ajuste pueda hacerse tan rápida y poco dolorosamente como sea posible. De manera que, conforme una economía sea más rígida y esté más intervenida, el reajuste será más prolongado y socialmente doloroso, pudiendo incluso llegar a mantenerse los errores y la recesión indefinidamente, por la imposibilidad institucional de que los agentes económicos liquiden sus proyectos y reagrupen sus bienes de capital y factores de producción de una manera conveniente. Por tanto, *la rigidez es el principal enemigo de la recuperación y toda política destinada a suavizar la crisis e iniciar y consolidar cuanto antes la recuperación ha de fundamentarse en el objetivo microeconómico de flexibilizar y liberalizar al máximo todos los mercados de factores productivos y, en especial, el mercado laboral.*³³

Ésta, y no otra, es la única medida conveniente en la etapa de crisis y recesión económica,³⁴ debiéndose evitar especialmente cualesquiera otras políticas

³³ Como indica Ludwig M. Lachmann, «what is needed is a policy which promotes the necessary readjustments... Capital regrouping is thus the necessary corrective for the maladjustment engendered by a strong boom.» *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 123 y 125.

³⁴ Estamos de acuerdo con Murray N. Rothbard cuando recomienda que, una vez llegada la crisis, además de flexibilizar al máximo la economía, se reduzca en todos los niveles el ámbito y el peso del Estado sobre el sistema económico. De esta manera, no sólo se fomenta el ejercicio de la función empresarial para liquidar proyectos erróneos y rediseñarlos adecuadamente, sino que además se favorece una mayor tasa de ahorro e inversión social. Como dice Rothbard, «reducing taxes that bear most heavily on savings and investment will further lower social time preferences. Furthermore, depression is a time of economic strain. Any reduction of taxes, or of any regulations interfering with the free-market, will stimulate healthy economic activity». Y concluye: «there is one thing the government can do positively, however: it can drastically lower its relative role in the economy, slashing its own expenditures and taxes, particularly taxes that interfere with saving and investment. Reducing its tax-spending level will automatically shift the societal saving-investment/consumption ratio in favor of saving and investment, thus greatly lowering the time required for returning to a prosperous economy.» Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 22. Rothbard nos proporciona además un inventario de típicas medidas gubernamentales que son altamente contraproducentes y que, en todo caso, tienden a alargar la depresión y hacerla más dolorosa. Este inventario es el siguiente: «(1) *Prevent or delay liquidation*. Lend money to shaky businesses, call on banks to lend further, etc. (2) *Inflate further*. Further inflation blocks the necessary fall in prices, thus delaying adjustment and prolonging depression. Further credit expansion creates more malinvestments, which, in their turn, will have to be liquidated in some later depression. A government 'easy-money' policy prevents the market's return to the necessary higher interest rates. (3) *Keep wage rates up*. Artificial maintenance of wage rates in a depression insures permanent mass unemployment... (4) *Keep prices up*. Keeping prices above the free market levels will create unsaleable surpluses, and prevent a return to prosperity. (5) *Stimulate consumption and discourage saving*... More saving and less consumption would speed recovery; more consumption and less saving aggravate the shortage of saved-capital even further... (6) *Subsidize unemployment*. Any subsidization of unemployment... will prolong unemployment indefinitely, and delay the shift of workers to the fields where jobs are available.» Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 19.

que, de manera activa, y en mayor o menor medida, tiendan a dificultar o impedir el necesario proceso espontáneo de reajuste. Especialmente, han de evitarse una serie de medidas que, en la etapa de crisis, y ante el carácter socialmente doloroso de la misma, siempre se hacen muy populares y adquieren un importante respaldo político. Entre las principales medidas que normalmente se proponen y que es preciso evitar, mencionaremos las siguientes:

- a) La concesión de nuevos créditos a las empresas de las etapas más capital-intensivas para evitar que entren en crisis, suspendan pagos y se vean forzadas a reestructurarse. Como sabemos, la concesión de nuevos créditos lo único que hace es retrasar la llegada de la crisis a costa de hacer luego mucho más grave y difícil el necesario reajuste. Además, la concesión sistemática de nuevos créditos para pagar los que van venciendo, retrasa el tan necesario (como doloroso) reajuste de las inversiones erróneas, pudiendo incluso, como ha sucedido en Japón durante las últimas décadas, llegar a posponer indefinidamente la salida de la recesión. Ha de evitarse, por tanto, toda política de ulterior expansión crediticia.
- b) También son muy perjudiciales las mal llamadas políticas de «pleno empleo», dirigidas a garantizar el mantenimiento de los puestos de trabajo de todos los trabajadores. En este sentido, y como muy claramente indica Hayek, «all attempts to create full employment with the existing distribution of labour between industries will come up against the difficulty that with full employment people will want a larger share of the total output in the form of consumers' goods that is being produced in that form.»³⁵ Por tanto, no existe forma alguna de que la política gubernamental de gasto y expansión crediticia pueda tener éxito a la hora de mantener en sus puestos *actuales* de trabajo a todos los trabajadores, si es que las rentas que perciben, provenientes de la expansión crediticia y de la inflación creada por el sector público, son gastadas por éstos demandando una estructura productiva distinta, es decir, incapaz de mantenerles en sus actuales puestos de trabajo. Toda política de mantenimiento artificial de puestos de trabajo financiada con inflación o expansión crediticia es *autodestructiva*, en la medida en que el nuevo dinero creado, una vez que llega al bolsillo de los consumidores, es gastado por éstos de una forma tal que no es posible hacer rentables esos mismos puestos de trabajo. Por tanto, la única política laboral posible es la de facilitar el despido y recolocación de los trabajadores haciendo que los mercados laborales sean muy flexibles.

³⁵ F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., p. 60. La traducción al castellano sería: «Todos los intentos de crear pleno empleo con la distribución existente del factor trabajo entre las diferentes industrias se estrellarán contra la dificultad insalvable de que con pleno empleo los trabajadores desearán una cantidad de bienes y servicios de consumo que será muy superior a la que pueda ser producida mediante la estructura productiva que les da trabajo.» Hayek igualmente se refiere al fenómeno de que la tasa de desempleo no recoge las diferencias que existen entre las distintas etapas de los procesos productivos, señalando que, normalmente, en la etapa más profunda de la crisis, el desempleo puede llegar incluso hasta el 25 ó 30 por ciento de los trabajadores que dedicaban

- c) Igualmente ha de evitarse toda política dedicada a restaurar el *status quo* de los agregados macroeconómicos. Como sabemos, la crisis y recesión tienen una naturaleza microeconómica y no macroeconómica, por lo que tal política estará condenada al fracaso, en la medida en que impida y dificulte que los empresarios revisen sus planes, reagrupen sus bienes de capital, liquiden sus proyectos de inversión insostenibles, y saneen sus empresas. Como bien indica Ludwig M. Lachmann, «any policy designed merely to restore the *status quo* in terms of 'macroeconomic' aggregate magnitudes, such as incomes and employment, is bound to fail. The state prior to the downturn was based on plans which have failed; hence a policy calculated to discourage entrepreneurs from revising their plans, but to make them 'go ahead' with the same capital combinations as before, cannot succeed. Even if business men listen to such counsel they would simply repeat their former experience. What is needed is a policy which promotes the necessary readjustments.»³⁶ Por eso, las políticas monetarias destinadas a mantener a toda costa el *boom* económico ante los primeros síntomas de aparición de la crisis (consistentes, generalmente, en una caída del mercado de valores y de bienes inmuebles), aun cuando puedan tener el efecto de retrasar el advenimiento de la recesión, no podrán evitar que ésta llegue.
- d) Asimismo debe evitarse la manipulación del precio de los bienes presentes en función de los bienes futuros que recoge la tasa social de preferencia temporal o tipo de interés. En efecto, en la fase de recuperación el tipo de interés del mercado crediticio tenderá espontáneamente a reducirse, dada la disminución en el precio de los bienes de consumo y el incremento del ahorro a que el saneamiento propio de la recesión da lugar. Sin embargo, una manipulación en un sentido o en otro del tipo de interés de mercado será contraproducente, afectando negativamente al proceso de liquidación o generando nuevos errores empresariales. De hecho, podemos concluir con Hayek que toda política tendente a mantener en un nivel fijo los tipos de interés será altamente perjudicial para la estabilidad de la economía, pues éstos deben evolucionar espontáneamente en función de las preferencias reales de los agentes económicos respecto del ahorro y el consumo: «The tendency to keep the rates of interest stable, and especially to keep them low as long as possible, must appear as the arch-enemy of stability, causing in the end much greater

su esfuerzo a las etapas más alejadas del consumo, reduciéndose sensiblemente hasta un 5 ó un 10 por ciento de los trabajadores empleados en las etapas más próximas al consumo. Véase *ibidem*, nota n.º 2 al pie de las páginas 59-60.

³⁶ Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., p. 123. La traducción es la siguiente: «Toda política dirigida simplemente a restaurar el *status quo* en términos de magnitudes macroeconómicas agregadas, tales como la renta y el empleo, está condenada al fracaso. La situación previa a la crisis se basó en planes que han fracasado. Por tanto una política dirigida a desanimar a los empresarios a que revisen sus planes, haciéndoles seguir adelante con las mismas combinaciones de capital que antes, no puede tener éxito. Incluso si los empresarios escuchan semejantes consejos, ellos simplemente repetirán su

fluctuations, probably even of the rate of interest, than are really necessary. Perhaps it should be repeated that this applies especially to the doctrine, now so widely accepted, that interest rates should be kept low till 'full employment' in general is reached.»³⁷

- e) Finalmente, debe evitarse toda política de creación artificial de puestos de trabajo mediante la realización de obras públicas y otros proyectos de inversión financiados por el gobierno. Es claro que, si tales proyectos se financian con cargo a impuestos o mediante la emisión de deuda pública, simplemente se detraerán recursos de aquellos lugares de la economía donde los consumidores desean que se encuentren hacia las obras públicas financiadas por el gobierno, generándose por tanto un nuevo solapamiento de mala inversión generalizada. Y si estos trabajos e «inversiones» se financian mediante la simple creación de nuevo dinero, también se produce una mala inversión generalizada, en la medida en que, si los trabajadores empleados mediante este procedimiento consumen la mayor parte de sus rentas, entonces tienden a incrementarse en términos relativos el precio de los bienes de consumo, agravándose aún más la delicada situación en que se encuentran las empresas de las etapas más alejadas del consumo. En todo caso, es casi imposible que los gobiernos no se vean afectados en sus políticas «contracíclicas» de gasto público por todo tipo de presiones políticas que tiendan a hacer aún más ineficientes y dañinas las mismas, como demuestran las conclusiones de la teoría de la Escuela de la Elección Pública. No existiendo, por otro lado, ninguna garantía de que para cuando los gobiernos efectúen el diagnóstico de la situación y decidan tomar las medidas supuestamente correctoras, no se equivoquen en cuanto al *timing* o secuencia de los diferentes fenómenos y tiendan con sus medidas a agravar los desajustes más que a solucionarlos.³⁸

11

LA TEORÍA DEL CICLO Y LOS RECURSOS OCIOSOS: SU PAPEL EN LAS ETAPAS INICIALES DEL *BOOM*

Un argumento crítico que a menudo se escucha en contra de la teoría austriaca del ciclo económico es que ésta se basa en el supuesto de *pleno empleo* de los

experiencia anterior. Lo que se necesita, por tanto, es una política que promueva los necesarios reajustes.»

³⁷ F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., p. 70. La traducción al español de esta cita podría ser la siguiente: «La tendencia a mantener el tipo de interés estable, especialmente a un nivel tan bajo como sea posible, debe considerarse como el máximo enemigo de la estabilidad, y causa en última instancia de fluctuaciones económicas mucho mayores de lo que sería realmente necesario. Quizá debiera repetirse que este principio se aplica especialmente a la doctrina, ahora tan ampliamente aceptada, de que los tipos de interés deberían mantenerse bajos hasta que se alcance el pleno empleo.»

³⁸ Véase, en este sentido, Ludwig von Mises, «The Chimera of Contracyclical Policies», incluido en las pp. 798-800 de *Human Action*, ob. cit. Y también las atinadas consideraciones de Mark Skousen sobre «The Hidden Drawbacks of Public Works Projects», incluidas en las pp. 337-339 de su *The Structure of Production*, ob. cit.

recursos, de manera que, si existen *recursos ociosos*, la expansión crediticia no tiene por qué dar lugar a una mala inversión generalizada de los mismos. Sin embargo, esta crítica carece completamente de fundamento. Como bien ha puesto de manifiesto Ludwig M. Lachmann, la teoría austriaca del ciclo económico no parte del supuesto de considerar que existe pleno empleo. Todo lo contrario, desde los primeros análisis de la teoría del ciclo, elaborados por Mises en 1928, éste partió de considerar que, en cualquier momento, siempre podría existir un volumen muy significativo de recursos ociosos.³⁹ Efectivamente, desde un principio, Mises puso de manifiesto que el desempleo de los recursos no sólo era compatible con la teoría que había elaborado, sino que, además, era uno de los elementos esenciales de la misma, ya que, en los procesos de mercado en que los empresarios emprenden planes que implican la producción de bienes heterogéneos y complementarios de capital, continuamente se cometen errores y se producen «cuellos de botella» que impiden que todos los factores y recursos productivos se encuentren plenamente empleados. De ahí la necesidad de un mercado flexible que permita el ejercicio de la función empresarial tendente a descubrir los desajustes existentes, y a coordinarlos en un proceso que nunca se termina. Lo que la teoría, precisamente, pone de manifiesto es de qué manera este proceso coordinador de los desajustes existentes se interrumpe y agrava como consecuencia de la expansión crediticia que efectúa la banca.⁴⁰

Lo que enseña la teoría del ciclo económico es que el estímulo a la mala inversión de los recursos productivos originado por la expansión crediticia sin respaldo de un aumento del ahorro real se verificará *aunque exista un volumen significativo de recursos ociosos y, en concreto, de trabajo desempleado*. Es decir, en contra de lo que muchos críticos de la teoría han manifestado, no es preciso par-

³⁹ «The Austrian theory does not, as is often suggested, assume 'Full Employment'. It assumes that in general, at any moment, some factors are scarce, some abundant. It also assumes that, for certain reasons connected with the production and planned use of capital goods, some of these scarcities become more pronounced during the upswing. Those who criticize the theory on the ground mentioned merely display their inability to grasp the significance of a fundamental fact in the world in which we are living: the heterogeneity of all resources. Unemployment of some factors is not merely compatible with Austrian theory; unemployment of those factors whose complements cannot come forward in the conditions planned is an essential feature of it.» Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 113-114.

⁴⁰ Así, Mises, ya en 1928 afirmaba que: «At times, even on the unhampered market, there are some unemployed workers, unsold consumers' goods and quantities of unused factors of production, which would not exist under 'static equilibrium'. With the revival of business and productive activity, these reserves are in demand right away. However, once they are gone, the increase of the supply of fiduciary media necessarily leads to disturbances of a special kind.» Ludwig von Mises, *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., p. 125. Esta cita es la traducción al inglés de la que aparece en la p. 49 del libro originariamente publicado en Jena en 1928 por Mises con el título de *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, que ya hemos citado. Hayek, por su parte, expuso su teoría del ciclo económico partiendo de la existencia de recursos ociosos en *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 3-73, donde expresamente recuerda que ya desde el desarrollo inicial de la teoría del ciclo efectuado por Mises en 1928 se partió del supuesto de la existencia de paro y otros recursos desempleados (véase la nota 1 al pie de la p. 42).

tir del supuesto de pleno empleo para que las distorsiones microeconómicas de la expansión crediticia tengan lugar. Si la expansión crediticia se verifica, aparecen como rentables proyectos económicos que en realidad no lo son, siendo irrelevante que los mismos se lleven a cabo con recursos que antes se encontraban o no desempleados. Lo único que sucede es que, quizá, el precio en términos nominales de los factores originarios de producción no se eleve tanto como se hubiera elevado de haber partido de una situación de pleno empleo. Pero el resto de los efectos que dan lugar a la mala inversión y de manera espontánea a la reversión de los errores cometidos en forma de crisis y recesión se terminan produciendo, siendo irrelevante que los errores cometidos se hayan materializado con recursos que originariamente se encontraban desempleados.

Cuando se inicia un *boom* artificial basado en una expansión crediticia bancaria que reasigna factores originarios de producción previamente desempleados, lo único que se hace es interrumpir el proceso de reajuste de los mismos que aún no se había culminado, solapándose una mala inversión generalizada de los recursos sobre otra que tuvo lugar con carácter previo y que aún no había podido ser liquidada y reabsorbida por el mercado.

Otro efecto que puede tener la utilización de recursos previamente ociosos es que, con independencia de que el precio en términos absolutos de los mismos no se eleve a un ritmo tan rápido, no sea preciso a corto plazo ralentizar la producción de bienes y servicios de consumo. Sin embargo, no deja de producirse una mala asignación de recursos, pues éstos se invierten en proyectos no rentables, y los efectos del ciclo terminarán apareciendo cuando los ingresos monetarios que obtienen los factores originarios de producción previamente desempleados comiencen a ser gastados en bienes y servicios de consumo, cuyos precios relativos, al aumentar más deprisa que el precio de los productos de las etapas más alejadas del consumo, harán que los salarios relativos reales empiecen a bajar y se pongan en funcionamiento el «Efecto Ricardo» y el resto de los efectos ya estudiados que dan lugar a la crisis y a la recesión. En todo caso, la expansión crediticia siempre dará lugar, de entrada, a un incremento más que proporcional del precio en términos *relativos* de los productos de las etapas más alejadas del consumo, que tiene su origen en la nueva demanda monetaria que llega a los mismos procedente del crédito y en la disminución artificial del tipo de interés que hace más atractivos tales proyectos. Esto determina un alargamiento de la estructura productiva que a la larga no podrá mantenerse y que es completamente independiente del hecho de que una parte de tales proyectos se haya materializado con recursos previamente ociosos.

Puede concluirse, por tanto, que el argumento a menudo escuchado de que la teoría desarrollada por Mises, Hayek y la Escuela Austriaca se basa en la existencia de pleno empleo de los recursos es falaz, pues, incluso suponiendo un importante volumen de desempleo, el proceso de expansión crediticia dará lugar, invariablemente, a la aparición de la recesión.⁴¹

⁴¹ «Thus it becomes obvious how vain it is to justify a new credit expansion by referring to unused capacity, unsold —or, as people say incorrectly, ‘unsalable’— stocks, and

12

LA NECESARIA CONTRACCIÓN CREDITICIA EN LA ETAPA DE RECESIÓN:
CRÍTICA DE LA TEORÍA DE LA «DEPRESIÓN SECUNDARIA»

Vamos a considerar tres tipos distintos de *deflación*, entendida como toda disminución de la cantidad de dinero «en circulación».⁴² La deflación consiste en una disminución de la oferta monetaria o en un aumento en la demanda de dinero y tiende a producir, en igualdad de circunstancias, un incremento en el poder adquisitivo de la unidad monetaria (o, si se prefiere, una disminución en el «nivel general de precios»). Sin embargo, no hay que confundir la deflación con su efecto más típico y sobresaliente (la disminución en el nivel general de precios), pues existen casos en que los precios de los bienes y servicios bajan sin que se haya producido deflación alguna. Esto sucede, como ya hemos visto, en el sano proceso de crecimiento de una economía que aumenta su productividad gracias a la incorporación de nuevas tecnologías y a la acumulación de capital que es fruto del espíritu empresarial y del natural aumento del ahorro voluntario de sus agentes. Este proceso, que estudiamos en el epígrafe 9 anterior, da lugar, sin que se produzca una disminución de la cantidad de dinero en circulación, a un incremento generalizado en la producción de bienes y servicios de consumo que tan sólo se puede vender a precios más reducidos. De esta forma, se produce un aumento en términos reales de los salarios y las demás rentas de los factores originarios de producción, porque, aunque se mantengan nominalmente sus remuneraciones, se reducen significativamente los precios de los bienes y servicios de consumo que adquieren los trabajadores. El origen de la disminución en el nivel general de precios se encuentra, en este caso, no en el lado monetario sino en el lado real de la eco-

unemployed workers. The beginning of a new credit expansion runs across remainders of preceding malinvestment and malemployment, not yet obliterated in the course of the readjustment process, and seemingly remedies the faults involved. In fact, however, this is merely an interruption of the process of readjustment and of the return to sound conditions. The existence of unused capacity and unemployment is not a valid argument against the correctness of the circulation credit theory.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 580. Hayek, por su parte, llega a una conclusión similar, si bien utilizando un razonamiento ligeramente distinto, cuando afirma que «If the proportion as determined by the voluntary decisions of individuals is distorted by the creation of artificial demand, it must mean that part of the available resources is again led into a wrong direction and a definite and lasting adjustment is again postponed. And, even if the absorption of the unemployed resources were to be quickened in this way, it would only mean that the seed would already be sown for new disturbances and new crises. The only way permanently to 'mobilise' all available resources is, therefore, not to use artificial stimulants —whether during the crisis or thereafter— but to leave it to time to effect a permanent cure by the slow process of adapting the structure of production to the means available for capital purposes.» F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., pp. 98-99 (pp. 91-92 en la edición española). También son muy atinadas en este sentido las consideraciones realizadas por Mark Skousen en su *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 289-290.

⁴² Esta forma de expresarnos, aun siendo muy gráfica, no es teóricamente rigurosa, pues el dinero nunca está «en circulación», sino que siempre forma parte de los saldos de tesorería de alguien.

nomía,⁴³ y se debe al generalizado incremento de la productividad de ésta. Este fenómeno, por tanto, nada tiene que ver con la deflación tal y como la hemos definido, y no es sino la manifestación del proceso más sano y natural de desarrollo económico.

Ahora nos interesa, no obstante, estudiar con detalle *tres tipos distintos de deflación* (entendida, en sentido estricto, como toda disminución de la oferta o aumento de la demanda de dinero), que tienen una causa y dan lugar a unas consecuencias radicalmente distintas. Analicémoslos con detalle:⁴⁴

- a) Primeramente hemos de mencionar las políticas *deliberadamente* emprendidas por los poderes públicos para disminuir la cantidad de dinero en circulación.⁴⁵

Estas políticas, que se han emprendido en diversas circunstancias históricas, dan lugar a un proceso por el cual tiende a aumentar el poder adquisitivo de la unidad monetaria. Además, esta disminución forzada de la cantidad de dinero en circulación distorsiona la estructura de las etapas productivas de la sociedad. En efecto, la disminución de la cantidad de dinero produce, en un primer momento, una disminución en la concesión de préstamos y el artificial aumento en el tipo de interés de mercado que da lugar a un achatamiento de la estructura productiva forzado por causas estrictamente monetarias (y no por el verdadero deseo de los consumidores). Como

⁴³ Véase el epígrafe titulado «Variaciones del poder adquisitivo del dinero provenientes del lado monetario y del lado de las mercancías», del capítulo XVII de Ludwig von Mises, *La acción humana*, 15.^a edición española, ob. cit., pp. 503-509.

⁴⁴ Nos proponemos, en suma, cubrir un importante *gap teórico*, el de la teoría económica de la deflación, que ya pusiera de manifiesto Ludwig von Mises en 1933 al afirmar que «unfortunately, economic theory is weakest precisely where help is most needed - in analyzing the effects of declining prices... Yet today, even more than ever before, the rigidity of wage rates and the costs of many other factors of production hamper an unbiased consideration of the problem. Therefore, it would certainly be timely now to investigate thoroughly the effects of declining money prices and to analyze the widely held idea that declining prices are incompatible with the increased production of goods and services and an improvement in general welfare. The investigation should include a discussion of whether it is true that only inflationistic steps permit the progressive accumulation of capital and productive facilities. So long as this naive inflationist theory of development is firmly held, proposals for using credit expansion to produce a boom will continue to be successful.» Ludwig von Mises, «Die Stellung und der nächste Zukunft der Konjunkturforschung», publicado en el *Festschrift* en honor de Arthur Spiethoff (Duncker & Humblot, Munich 1933, pp. 175-180), traducido al inglés con el título de «The Current Status of Business Cycle Research and its Prospects for the Immediate Future», y publicado en *On the Manipulation of Money and Credit*, ob. cit., pp. 207-213 (la cita está tomada de las pp. 212-213). Finalmente, el mencionado *gap teórico* puede considerarse definitivamente cubierto tras la publicación del libro de Philipp Bagus *In Defense of Deflation*, Springer, Heidelberg 2015. Véase igualmente, a modo de recapitulación, mi conferencia sobre «La paranoia antideflacionista», recogida como Capítulo 15 de mis *Ensayos de Economía Política*, Unión Editorial, Madrid 2014.

⁴⁵ Así, por ejemplo, el 13 de mayo de 1925 Winston Churchill, a la sazón Canciller del Exchequer (Ministro de Hacienda) del Reino Unido, decidió que la libra esterlina volviera a la paridad con el oro que tenía antes de la Primera Guerra Mundial. Es decir, a la que había venido manteniendo desde que Sir Isaac Newton, en 1717, la fijara a razón de 1 libra por cada 4,86 dólares de oro.

consecuencia de ello, erróneamente se hace aparecer como si no fueran rentables muchas etapas de bienes de capital de la estructura productiva que en realidad sí lo son (especialmente las más alejadas del consumo y más intensivas en capital). Todo ello produce de manera generalizada pérdidas contables en las empresas más especializadas en los sectores capital-intensivos. Además, en todos los sectores la menor demanda monetaria no se ve acompañada al mismo ritmo por una disminución paralela en los costes, por lo que surgen pérdidas contables y se generaliza el pesimismo. Por otro lado, el aumento del poder adquisitivo de la unidad monetaria y la disminución en el precio de venta de los productos hacen que se produzca un importante aumento en la renta real de los factores originarios que, en la medida en que sus precios sean rígidos y no disminuyan al mismo ritmo que el de los precios de los bienes de consumo, tenderán a quedar desempleados. Se inicia, por tanto, un doloroso y duradero periodo de adaptación que tan sólo se termina cuando toda la estructura productiva y todos los factores originarios se han adaptado a las nuevas condiciones monetarias. Todo este proceso de *deflación deliberada* no aporta nada y lo único que hace es someter a una tensión innecesaria al sistema económico, siendo muy lamentable que el desconocimiento teórico de los políticos les haya llevado en diversas ocasiones históricas a iniciarlo deliberadamente.⁴⁶

⁴⁶ Los ejemplos más típicos de deflación deliberadamente iniciada por los gobiernos son los que se llevaron a cabo en el Reino Unido, primero después de las guerras napoleónicas, y después, como ya hemos citado, bajo los auspicios de Winston Churchill en 1925, cuando, a pesar de la tremenda inflación de libras esterlinas en papel moneda que se había efectuado durante la Primera Guerra Mundial, se decidió volver a la paridad libra-oro que existía antes del inicio del conflicto. Churchill, en suma, ignoró flagrantemente el consejo dado por Ricardo cuando 100 años antes se produjo una situación muy semejante tras las guerras napoleónicas: «I should never advise a government to restore a currency which had been depreciated 30 per cent to par.» Carta de David Ricardo a John Wheatley, fechada el 18 de septiembre de 1821, *The Works of David Ricardo*, Piero Sraffa (ed.), Cambridge University Press, Cambridge 1952, vol. IX, p. 73. Ludwig von Mises, comentando estos dos casos históricos, dice lo siguiente: «The outstanding examples were provided by Great Britain's return, both after the wartime inflation of the Napoleonic wars and after that of the first World War, to the prewar gold parity of the sterling. In each case Parliament and Cabinet adopted the deflationist policy without having weighed the pros and cons of the two methods open for a return to the gold standard. In the second decade of the nineteenth century they could be exonerated, as at that time monetary theory had not yet clarified the problems involved. More than a hundred years later it was simply a display of inexcusable ignorance of economics as well as of monetary history.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 567-568 y también la p. 784. F.A. Hayek, por su parte, se refiere al grave error que supuso volver a la paridad que existía previamente a la Primera Guerra Mundial entre el oro y la libra, y también al hecho de que tal política se llevara a cabo de una manera lenta y gradual, en vez de mediante un *shock* rápido, como se efectuó en Estados Unidos de 1920 a 1921, concluyendo que: «Though the clear determination of the government to restore the gold standard made it possible to do so as early as 1925, internal prices and wages were then still far from being adapted to the international level. To maintain this parity, a slow and highly painful process of deflation was initiated, bringing lasting and extensive unemployment, to be abandoned only when it became intolerable when intensified by the world crisis of 1931 - but, I am still inclined to believe, just at the time when the aim of that painful struggle had been nearly achieved.» F.A. Hayek, 1980s

- b) El segundo caso de deflación, que tenemos que distinguir claramente del anterior, es aquel que se verifica cuando los agentes económicos deciden ahorrar, es decir, dejar de consumir una parte significativa de sus rentas, pero dedicando total o parcialmente el importe monetario de lo ahorrado a incrementar sus saldos de tesorería (es decir, a *atesorar*).⁴⁷ En este caso, el aumento de la demanda de dinero da lugar a una tendencia a que se incremente el poder adquisitivo de la unidad monetaria (o, si se prefiere, a que disminuya el «nivel general de precios»). Sin embargo, este caso es radicalmente distinto al anterior en la medida en que sí aporta algo, pues tiene su origen en un incremento del ahorro por parte de los agentes económicos que de esta forma liberan recursos en forma de bienes y servicios de consumo que quedan sin vender. Se ponen así en funcionamiento los efectos que ya estudiamos al analizar el caso del aumento del ahorro voluntario en el capítulo V, y en concreto el «Efecto Ricardo», que resulta de la disminución en el precio relativo de los bienes de consumo que a su vez da lugar a un aumento, *ceteris paribus*, en la remuneración real de los trabajadores y en el resto de las rentas de los factores originarios de producción. Por tanto, se desencadenan los procesos que impulsan un alargamiento de la estructura productiva, que se hace más capital-intensiva, gracias a los nuevos proyectos de inversión que se emprenden y podrán culminarse debido a la liberación de recursos productivos en las etapas más próximas al consumo. La única diferencia entre este caso y el del aumento del ahorro voluntario que de inmediato se invierte directamente en la estructura productiva o a través de los mercados de capitales es que ahora, como consecuencia del aumento de los saldos de tesorería en los que el ahorro se plasma, el proceso exige una disminución en el precio de los bienes y servicios de consumo, de los productos de las etapas intermedias y de la renta de los factores

Unemployment and the Unions: The Distortion of Relative Prices by Monopoly in the Labour Markets, The Institute of Economic Affairs, 2.^a edición, Londres 1984, p. 15. Existe una traducción al castellano de este artículo publicada en mis *Lecturas de Economía Política*, vol. II, Unión Editorial, 2.^a edición, Madrid 2008, pp. 54-88. Véase igualmente la nota 43 del capítulo VIII. Por tanto, el debate (por ejemplo en España protagonizado entre Calvo Sotelo y Francesc Cambó) entre aquellos que en los años veinte del siglo pasado defendieron la vuelta la patrón oro (con unas paridades previas al conflicto mundial) y aquellos que abogaron por el nacionalismo monetario y el abandono del oro, es un debate erróneo y mal planteado pues deja fuera una tercera alternativa, que era la mejor y más factible: la vuelta al patrón oro pero reconociendo las nuevas paridades depreciadas por la inflación.

⁴⁷ También es teórica y prácticamente posible que los agentes económicos aumenten sus saldos de tesorería (demanda de dinero) sin variar para nada su volumen de consumo monetario, desinvirtiendo en recursos productivos y vendiendo bienes de capital. Este fenómeno da lugar a un achatamiento de la estructura productiva y produce un empobrecimiento generalizado de la sociedad a través de un proceso que es justo el contrario del analizado en el capítulo V en relación con el alargamiento de la estructura productiva financiada con cargo a un aumento del ahorro voluntario. Por otra parte, Juan Ramón Rallo ha explicado brillantemente como el *atesoramiento* (aumento de la demanda de dinero) es una estrategia perfectamente racional y coherente en tiempos de crisis e incertidumbre económica. Véase J.R. Rallo, *Los errores de la vieja economía*, Unión Editorial, Madrid 2011, especialmente el Cap. 4, p.152

originarios de producción y salarios para adaptarse al hecho de que el poder adquisitivo de la unidad monetaria ha aumentado. Sin embargo, no se trata, como en el caso anterior, de un doloroso proceso que no aporta nada, sino que aquí sí que existe un ahorro efectivo que da lugar a un aumento de la productividad de la sociedad. El alargamiento de la estructura productiva y la nueva reasignación de los factores de producción se verifica en la medida en que se produce un cambio en los precios *relativos* de los productos de las etapas intermedias y de la etapa final de consumo en las mismas direcciones que hemos explicado en el capítulo V, con independencia de que, en términos *absolutos y nominales*, unos y otros tengan que reducirse (en diferente medida) como consecuencia del mayor poder adquisitivo de la unidad monetaria.⁴⁸

- c) El tercer tipo de deflación que vamos a considerar es el que se produce como consecuencia de la *contracción crediticia* que normalmente se verifica en la etapa de crisis y recesión que sigue a toda expansión crediticia. Ya hemos comentado este proceso en los capítulos IV y V, al analizar cómo, de la misma manera que la expansión crediticia multiplica la cantidad de dinero en circulación, la devolución masiva de préstamos y la pérdida de valor en los activos de los balances de los bancos que motiva la crisis dan lugar a un inevitable proceso acumulativo de contracción crediticia que disminuye la cantidad de dinero en circulación y genera, por tanto, una deflación.

Este tercer caso que estamos analizando surge cuando en el proceso de aparición de la crisis, no sólo se detiene el crecimiento de la expansión crediticia, sino que de hecho se experimenta una contracción del crédito y, por tanto, una deflación o disminución de la oferta monetaria o cantidad de dinero en circulación. Sin embargo, esta deflación es distinta de la analizada en el punto a) anterior y tiene una serie de *efectos positivos* que es preciso considerar. En primer lugar, esta deflación producida por la contracción crediticia no da lugar a los innecesarios desajustes mencionados en el apartado a), sino que facilita y acelera la liquidación de los proyectos de inversión erróneamente iniciados en la etapa expansiva. Por tanto, no es una deflación que artificialmente haga aparecer como no rentables proyectos de inversión que en realidad sí lo son, sino todo lo contrario, es la natural reacción del mercado necesaria para liquidar aceleradamen-

⁴⁸ «Whenever an individual devotes a sum of money to saving instead of spending it for consumption, the process of saving agrees perfectly with the process of capital accumulation and investment. It does not matter whether the individual saver does or does not increase his cash holding. The act of saving always has its counterpart in a supply of goods produced and not consumed, of goods available for further production activities. A man's savings are always embodied in concrete capital goods ... The effect of our saver's saving, i.e., the surplus of goods produced over goods consumed, does not disappear on account of his hoarding. The prices of capital goods do not rise to the height they would have attained in the absence of such hoarding. But the fact that more capital goods are available is not affected by the striving of a number of people to increase their cash holdings... The two processes —increased cash holding of some people and increased capital accumulation— take place side by side.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 521-522.

te los proyectos de inversión erróneamente emprendidos en la etapa expansiva. Un segundo efecto positivo de este tercer tipo de deflación crediticia es que, de alguna manera, revierte los efectos de redistribución de la renta que se produjeron en la etapa expansiva de *boom* inflacionista. En efecto, la expansión inflacionista puso en marcha una tendencia a disminuir el poder adquisitivo del dinero que redujo las rentas reales de todos los titulares de rentas fijas (ahorradores, viudas, huérfanos, pensionistas) en favor de aquellos que, relativamente, primero recibieron los préstamos del sistema bancario y vieron aumentar sus rentas monetarias. Pues bien, ahora, en la etapa de contracción crediticia, esta redistribución forzada de la renta revierte a favor de aquellos que fueron más perjudicados en la etapa expansiva, de manera que saldrán ganando los titulares de rentas fijas (viudas, huérfanos y pensionistas) a costa de los que más se aprovecharon en la etapa anterior. Y en tercer lugar, la deflación crediticia hace que, en general, los diferentes negocios aparezcan como menos rentables, al contabilizar sus costes históricos con una unidad monetaria cuya capacidad adquisitiva era menor y recoger después sus ingresos contables con una unidad monetaria cuyo poder adquisitivo es más alto. Esto hace que contablemente se reduzcan de forma artificial los beneficios empresariales, lo cual lleva a que los empresarios tiendan a ahorrar más y a repartir menos en forma de dividendos (justo lo contrario de lo que hicieron en la etapa expansiva). Esta tendencia a favor del ahorro es muy positiva para al reinicio de la recuperación económica.⁴⁹ La disminución de la cantidad de dinero en circulación a que da lugar la contracción crediticia tenderá a afectar, sin duda alguna, al poder adquisitivo de la unidad monetaria, que se verá incrementado. Esto exige que los salarios y rentas de los factores originarios de producción disminuyan, si bien al principio esta reducción será más rápida que la disminución en el precio de los bienes y servicios de consumo, si es que la misma se produce. Como consecuencia de ello, en términos relativos, los salarios y rentas de los factores originarios de producción se reducirán, lo que llevará a una mayor contratación de trabajadores en vez de máquinas y a un traslado masivo de los mismos hacia las etapas más próximas al consumo. Es decir, la contracción crediticia refuerza y acelera el necesario proceso de «achataamiento» de la estructura productiva que tiene lugar durante la recesión. Es imprescindible que los mercados laborales sean flexibles en todos los aspectos, con la finalidad de facilitar

⁴⁹ Un brillante análisis de los efectos positivos de este tercer tipo de deflación producida por la contracción crediticia en la etapa recesiva del ciclo puede verse en Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, ob. cit., pp. 863-871. Y también en Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 566-570. Mises indica además que, a pesar de sus efectos negativos, la contracción deflacionaria nunca es tan dañina como la expansión crediticia, porque «contraction produces neither malinvestment nor overconsumption. The temporary restriction in business activities that it engenders may by and large be offset by the drop in consumption on the part of the discharged wage earners and the owners of the material factors of production the sales of which drop. No protracted scars are left. When the contraction comes to an end, the process of readjustment does not need to make good for losses caused by capital consumption» (ob. cit., p. 567).

transvases masivos de recursos productivos y mano de obra. Cuanto antes se culmine el reajuste y se elimine el efecto de los créditos concedidos a los proyectos de inversión erróneamente emprendidos, antes se pondrán los cimientos de la siguiente recuperación, que vendrá caracterizada por una recuperación en el precio relativo de los factores originarios de producción; es decir, por una disminución en el precio de los bienes y servicios de consumo, mayor, en términos relativos, que la que se produzca en los salarios, resultado de un aumento del ahorro general de la sociedad que pueda volver a impulsar un crecimiento de las etapas de bienes de capital más alejadas del consumo con visos de poder ser culminado (por tener su origen en un incremento del ahorro voluntario).

Como bien concluye Wilhelm Röpke, este tercer tipo de deflación (contracción crediticia que se produce tras la crisis) «is the unavoidable reaction to the inflation of the boom and must not be counteracted, otherwise a prolongation and aggravation of the crisis will ensue, as the experiences in the United States in 1930 have shown.»⁵⁰

Cabe imaginar que, en determinadas circunstancias históricas, la intervención de los gobiernos, de los sindicatos, y la rigidez institucional que generan en los mercados puedan impedir los reajustes necesarios que son previos a toda recuperación de la actividad económica. Si los salarios son inflexibles, las condiciones de contratación laboral muy rígidas, el poder de los sindicatos muy grande, y los gobiernos caen en la tentación del gasto público y del intervencionismo protectionista, entonces es posible que se mantenga con carácter indefinido un alto volumen de desempleo, sin que se reajusten los factores originarios de producción a las nuevas condiciones económicas (caso de Japón durante el período 1992-2002). En estas circunstancias también podría suceder que se produjera un proceso acumulativo de contracción, en el cual el crecimiento masivo del desempleo diera lugar a una disminución generalizada de la demanda y ésta, a su vez, a nuevas dosis de desempleo, y así sucesivamente. Algunos teóricos han denominado a este proceso, que no resulta de las fuerzas espontáneas del mercado sino de la intervención coactiva de los gobiernos sobre los mercados laborales, los productos y sobre el comercio internacional, *depresión secundaria*. En algunas ocasiones, los teóricos de la «depresión secundaria» han considerado que la mera posibilidad de que la misma se produzca es un argumento *prima facie* para justificar la intervención del gobierno fomentando de nuevo la expansión crediticia y el gasto público. Sin embargo, la única política efectiva para evitar que aparezca una «depresión secundaria» o que la misma sea grave es, como ya hemos indicado con anterioridad, la de liberalizar de manera generalizada los mercados y evitar caer de nuevo en las políticas de expansión crediticia, abandonando toda política tendente a mantener altos los salarios y a hacer rígidos los mer-

⁵⁰ Wilhelm Röpke, *Crises and Cycles*, William Hodge, Londres 1936, p. 120. La traducción al castellano sería: «Esta deflación es la reacción inevitable a la inflación previa del *boom* y no debe actuarse en contra de la misma, pues si ello se hiciera se prolongarían y agravarían los efectos de la crisis, como las experiencias en los Estados Unidos de los años treinta han mostrado.»

cados, que sólo lograrían hacer más largo, duradero y doloroso el proceso de reajuste, hasta llegar a terminar haciéndolo incluso políticamente insoportable.⁵¹

¿Qué hacer si, en determinadas circunstancias, parece políticamente «imposible» tomar las medidas necesarias para flexibilizar los mercados laborales, abandonar el proteccionismo y fomentar el reajuste que es la condición previa y necesaria de toda recuperación? Es éste un interesantísimo problema de política económica, cuya decisión ha de dejarse a la correcta evaluación de la gravedad de las circunstancias que se produzcan en cada momento histórico. Pues si bien la teoría demuestra que toda política de expansión artificial del consumo, del gasto público, y de la expansión crediticia es contraproducente, nadie niega que, a corto plazo, es posible absorber cualquier volumen de desempleo simplemente incrementando el gasto público o la expansión crediticia, si bien a costa de detener el proceso de reajuste y de hacer más grave la recesión cuando ésta reaparezca. Sin embargo, el propio Hayek reconoció que las situaciones históricas podían llegar a ser, en determinadas circunstancias, tan desesperadas que políticamente no cupiera más salida que la de volver a intervenir «dando al enfermo de resaca más alcohol». Veamos cómo Hayek, ya en 1939, se expresaba en este sentido: «... it has, of course, never been denied that employment can be rapidly increased, and a position of 'full employment' achieved in the shortest possible time by means of monetary expansion. All that has been contended is that the kind of full employment which can be created in this way is inherently unstable, and that to create employment by these means is to perpetuate fluctuations. There may be desperate situations in which it may indeed be necessary to increase employment at all costs, even if it be only for a short period - perhaps the situation in which Dr. Brüning found himself in Germany in 1932 was such a situation in which desperate means would have been justified. But the economist should not conceal the fact that to aim at the maximum of employment which can be achieved in the short run by means of monetary policy is essentially the policy of the desperado who has nothing to lose and everything to gain from a short breathing space.»⁵²

⁵¹ El principal teórico de la «depresión secundaria», Wilhelm Röpke, reconoce, en su vacilante y a veces contradictorio tratamiento de la misma, que en todo caso existen fuerzas espontáneas en el mercado que impiden que, en ausencia de intervenciones y rigideces exteriores, ésta surja y se desarrolle. E incluso cuando surge y se desarrolla como consecuencia de la rigidez de los mercados laborales y del desarrollo de políticas proteccionistas, el mercado siempre termina estableciendo de manera espontánea un «suelo» al proceso acumulativo de depresión. Véase Wilhelm Röpke, *Crises and Cycles*, ob. cit., pp. 128-129.

⁵² F.A. Hayek, *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., nota 1 al pie de las pp. 63-64. La traducción al español sería: «Nunca se ha negado, desde luego, que el empleo puede incrementarse rápidamente alcanzando una posición de pleno empleo en el más corto espacio de tiempo posible mediante la expansión monetaria. Lo único que se ha mantenido es que la clase de pleno empleo que se puede crear mediante este procedimiento es inherentemente inestable, y que crear empleo por esta vía es perpetuar las fluctuaciones económicas. Puede ser que existan situaciones desesperadas en las que realmente sea necesario incrementar el empleo a cualquier coste, aunque sólo se pueda lograr hacerlo durante un corto periodo de tiempo —quizá la si-

Supongamos ahora que los políticos hacen caso omiso de las recomendaciones del economista y que las circunstancias son tales que es imposible liberalizar la economía, por lo que se generaliza el desempleo, el reajuste no se termina nunca y se entra en una fase de contracción acumulativa. Supongamos, además, que es políticamente imposible tomar cualquier medida adecuada y que la situación amenaza con desembocar incluso en una revolución, ¿qué tipo de expansión monetaria sería la menos perturbadora desde el punto de vista económico? En este caso, la menos negativa de las políticas, aunque sin duda alguna no dejaría de tener efectos muy perjudiciales sobre el sistema económico, sería el establecimiento de un programa de obras públicas que diera trabajo a los parados a unos salarios relativamente reducidos, de tal manera que los trabajadores pudieran después trasladarse rápidamente a otras actividades más lucrativas y cómodas tan pronto como las circunstancias mejorasen. En todo caso, habría que evitar la concesión directa de préstamos y créditos a las empresas de las etapas productivas más alejadas del consumo. Una política, por tanto, de subsidio a los desempleados, con bajas remuneraciones y a cambio de la realización efectiva de trabajos de contenido social (con la finalidad de evitar generar incentivos para mantenerse crónicamente desempleado) sería la menos dañina en las circunstancias extremas que acabamos de describir.⁵³

tuación en la que se encontró el doctor Brüning en la Alemania de 1932 sea una situación en la que este tipo de procedimientos desesperados esté justificado. Sin embargo, el economista no debe ocultar el hecho de que pretender lograr el máximo de empleo que se pueda alcanzar a corto plazo por medio de la política monetaria es esencialmente la política del desesperado que nada tiene que perder y todo que ganar si consigue un breve respiro.» Posteriormente Hayek amplió sus ideas al respecto, indicando cómo en los años treinta se opuso a la política expansiva en Alemania, escribiendo incluso un artículo que, sin embargo, no llegó a publicar, sino que envió al profesor Röpke con una nota personal en la que le indicaba lo siguiente: «Apart from political considerations I feel you ought not—not yet at least—to start expanding credit. But if the political situation is so serious that continuing unemployment would lead to a political revolution, please do not publish my article. That is a political consideration, however, the merits of which I cannot judge from outside Germany but which you will be able to judge.» Y concluye Hayek que «Röpke's reaction was not to publish the article, because he was convinced that at that time the political danger of increasing unemployment was so great that he would risk the danger of causing further misdirections by more inflation in the hope of postponing the crisis; at that particular moment this seemed to him politically necessary and I consequently withdrew my article.» F. A. Hayek, «The Campaign Against Keynesian Inflation», cap. XIII de *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, ob. cit., p. 211. En todo caso, y como hemos puesto de manifiesto en el texto, ese tipo de medidas desesperadas tan sólo pueden lograr un breve respiro, posponiendo mientras tanto la resolución de problemas, que se hacen mucho más graves en el tiempo. En efecto, a pesar de la decisión consecuencialista de Röpke, la situación alemana siguió deteriorándose y no fue posible impedir el advenimiento de Hitler al poder en 1933.

⁵³ El propio F. A. Hayek menciona que, en estas circunstancias, la política menos perjudicial consistiría en proporcionar «employment through public works at relatively low wages so that workers will wish to move as soon as they can to other and better paid occupations, and not by directly stimulating particular kinds of investment or similar kinds of public expenditure which will draw labour into jobs they will expect to be permanent but which must cease as the source of the expenditure dries up.» F. A. Hayek, «The Campaign against Keynesian Inflation», en *New Studies*, ob. cit., pp. 211-212. Una

13

LA ECONOMÍA «MANIACO-DEPRESIVA»: LA DESMORALIZACIÓN
DE LA CULTURA EMPRESARIAL Y OTROS EFECTOS NEGATIVOS
QUE LA RECURRENCIA DEL CICLO ECONÓMICO TIENE
SOBRE LA ECONOMÍA DE MERCADO

La aparición en forma recurrente de crisis económicas producidas por la expansión crediticia tiene, a su vez, otras consecuencias no por más sutiles menos perjudiciales para la cooperación armoniosa entre los seres humanos y el desarrollo económico y social de los mismos.⁵⁴ En concreto, es preciso resaltar cómo el actual sistema monetario basado en la expansión crediticia ha hecho habitual que el desarrollo económico se produzca a golpes de *boom* y de crisis. Es decir, parece como si la economía de mercado hubiera de tener forzosamente un comportamiento que podríamos calificar de «maniaco-depresivo».

En efecto, los empresarios, periodistas, políticos, sindicalistas y agentes económicos en general se han acostumbrado a considerar que la etapa de expansión artificial propia del *boom* es la etapa normal de prosperidad, que ha de buscarse y mantenerse por todos los medios. Por el contrario, se considera que las inevitables consecuencias de la expansión, es decir, la crisis y la recesión, constituyen una etapa muy negativa que hay que evitar a toda costa.⁵⁵ No se dan

versión en español de esta tesis de Hayek puede encontrarse en las pp. 66-67 del libro de F.A. Hayek *¿Inflación o Pleno Empleo?*, ob. cit. El riesgo, no obstante, de este tipo de concesiones es que, en los actuales sistemas democráticos, es casi inevitable que sean utilizadas de forma poco rigurosa por los políticos para justificar sus medidas de intervención en cualquier situación de recesión económica. Quizás una posible solución sería incluir como artículo constitucional el principio del presupuesto equilibrado de los hacendistas clásicos, el cual, al exigir el acuerdo de todas las fuerzas políticas para su modificación ante la evaluación unánime de ser «crítica» la situación, podría disminuir el riesgo de implantación injustificada de medidas artificiales de expansión en épocas de crisis.

⁵⁴ La aparición recurrente cada un número determinado de años de nuevas crisis revela que tienen su origen en el proceso de expansión crediticia que por fuerza desencadena los reajustes espontáneos que hemos estudiado. En ausencia de expansión crediticia, las crisis económicas serían hechos aislados y puntuales que tan sólo se producirían como consecuencia bien de fenómenos extraordinarios de tipo físico (malas cosechas, terremotos, etc.), o de tipo social (como pueden ser las guerras o revoluciones), pero no aparecerían con la regularidad ni con la extensión geográfica con que estamos acostumbrados a experimentarlas.

⁵⁵ «The boom is called good business, prosperity, and upswing. Its unavoidable aftermath, the readjustment of conditions to the real data of the market, is called crisis, slump, bad business, depression. People rebel against the insight that the disturbing element is to be seen in the malinvestment and the overconsumption of the boom period and that such an artificially induced boom is doomed.» Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 575. Por eso es un grave error pensar que el *crash* bursátil que anuncia la crisis destruye riqueza real. Por el contrario, como ya sabemos, la destrucción económica se produjo mucho antes, en forma de mala inversión generalizada durante la etapa previa del *boom* crediticio. La caída de la bolsa tan solo indica que los agentes económicos por fin se han dado cuenta de este fenómeno. Véase además el epígrafe 14.

cuenta de que la recesión es la consecuencia inevitable de la expansión artificial, y que tiene la virtud de poner de manifiesto los errores cometidos y de hacer posible la recuperación y reajuste de la estructura productiva.

La expansión crediticia fuerza además, de manera desproporcionada e indebida, la capacidad de reacción y el ritmo de trabajo de los agentes económicos. Mientras dura, se pone al límite la capacidad de trabajo de los seres humanos y se pervierte su espíritu empresarial, generándose un estrés y un desgaste psicológico muy costosos en términos humanos y personales. Además, la creación de nuevo dinero mediante la concesión expansiva de créditos financia todo tipo de operaciones especulativas, ofertas públicas de adquisición de acciones, y guerras de tipo comercial y financiero en las que prepondera la cultura de la especulación a corto plazo, extendiéndose erróneamente la idea de que es posible y conveniente lograr cuantiosos beneficios con pasmosa facilidad y rapidez. Se desmoraliza así el trabajo bien hecho y la cultura empresarial tradicional, basados en el prudente desarrollo de empresas con un espíritu de permanencia y de consecución de objetivos a largo plazo. A esta realidad nos queremos referir cuando hablamos de la desmoralización generalizada a la que da lugar la expansión artificial de origen crediticio, y que es especialmente devastadora y dañina para las generaciones más jóvenes y dinámicas de la sociedad.⁵⁶

El problema se agrava si, como han puesto de manifiesto los teóricos que han analizado el ciclo desde el punto de vista político,⁵⁷ los protagonistas de los procesos políticos toman sus decisiones única y exclusivamente a corto plazo y con la finalidad de conseguir apoyos inmediatos que les garanticen el triunfo en las próximas elecciones, por lo que nunca dudan a la hora de iniciar, impulsar y fomentar las políticas de expansión monetaria que más beneficios electorales puedan reportarles a corto plazo. Además, como cualquier desviación sobre la expansión artificial y el exceso de optimismo a que la misma da lugar se considera como algo negativo y es inmediatamente denunciada por los medios de comunicación y utilizada como arma política arrojada por la oposición, los sindicatos y las organizaciones empresariales, nadie se atreve a denunciar los

⁵⁶ El efecto de la expansión crediticia es tanto más perjudicial conforme los agentes económicos estén más acostumbrados a una economía austera, cuyo crecimiento sostenido se deba única y exclusivamente al ahorro voluntario. Es en estas circunstancias cuando el impacto negativo de la expansión artificial es mayor. Sin embargo, en las circunstancias actuales, en las que los auges artificiales y las depresiones se suceden uno tras otro, los agentes económicos comienzan a aprender de la experiencia y los efectos expansivos de la concesión de créditos son cada vez menores o se consiguen única y exclusivamente a costa de inyectarlos a un ritmo y volumen cada vez mayor.

⁵⁷ William D. Nordhaus, «The Political Business Cycle», *Review of Economic Studies*, vol. 42, n.º 130, abril de 1975, pp. 169-190 (existe una versión española, publicada con el título de «El ciclo político», *Revista española de economía*, vol. VIII, n.º 2, pp. 479-509). Y también Edward R. Tufte, *Political Control of the Economy*, Princeton University Press, Princeton 1978; y C. Duncan MacRae, «A Political Model of the Business Cycle», publicado en *Journal of Political Economy*, vol. 85, año 1977, pp. 239-263 (traducido al español con el título de «Un modelo político del ciclo económico», *Hacienda pública española*, n.º 52, año 1988, pp. 240-255).

males de la política crediticia. Todo ello genera un ambiente de irresponsabilidad monetaria que hace que los problemas tiendan a agravarse, y se haga muy difícil su solución mediante un reajuste y liquidación sensatos que establezcan los cimientos de una recuperación sostenida no basada en la expansión crediticia.

Finalmente, hemos de referirnos a otro gran daño que a la economía de mercado y a los principios de libertad de empresa hace la aparición recurrente y sucesiva de crisis económicas provocadas por la expansión crediticia. En efecto, cada proceso de expansión va inexorablemente seguido de una etapa de doloroso reajuste, que es el caldo de cultivo ideal para justificar la ulterior intervención del Estado sobre la economía, y para que se argumente a nivel popular que precisamente la recesión económica pone de manifiesto las insuficiencias de la economía de mercado y «prueba» que es necesario que el Estado intervenga más la economía en todos los niveles para evitar que se reproduzcan las crisis y paliar sus consecuencias. La recesión es, por tanto, el caldo de cultivo en el que resurgen las propuestas de proteccionismo comercial, intervención en los mercados, incremento del déficit público, y regulación de la economía. Estas políticas intervencionistas, como ya sabemos, sólo logran prolongar y agravar la recesión, dificultando la necesaria recuperación. Y lo triste es que, una vez que la recuperación tímidamente se inicia, las presiones del público en favor de una nueva expansión crediticia son tales, que ésta comienza de nuevo, volviéndose a repetir de esta manera todo el proceso. Como bien concluye Mises: «But the worst is that people are incorrigible. After a few years they embark anew upon credit expansion, and the old story repeats itself».⁵⁸

14

INFLUENCIA DE LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS SOBRE LA BOLSA DE VALORES

La bolsa de valores es el mercado en el que se intercambian títulos valores representativos de préstamos realizados a las empresas. Los títulos valores son, por tanto, la encarnación jurídica de las participaciones en las operaciones de concesión de bienes presentes, por parte de los ahorradores o capitalistas, a los demandantes de bienes presentes que están dispuestos a utilizarlos en los procesos productivos a cambio de entregar en el futuro a los ahorradores o prestamistas una cantidad superior de bienes futuros. Estos títulos valores pueden tener a su vez una materialización y naturaleza jurídica muy diversa, pudiendo tratarse de acciones, obligaciones, etc. En todo caso, la existencia de un mercado de valores proporciona la importante ventaja de facilitar los intercambios de propiedad de tales títulos y, por tanto, de la propiedad de los correspondientes bienes de capital que ellos representan de manera fraccionaria.

⁵⁸ Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., p. 578. La traducción de esta cita podría ser la siguiente: «Pero lo peor es que la gente es incorregible, después de pocos años de nuevo se embarca en una expansión crediticia y la vieja historia vuelve a repetirse.»

Otra importante ventaja del mercado de valores es que permite obtener una rápida liquidez en caso de que los propietarios de los títulos deseen desprenderse de los mismos.⁵⁹ Y también hace posible la inversión con carácter temporal de los excesos de tesorería que crean tener los agentes económicos y que, gracias al mercado de valores, pueden invertir en la compra de títulos que, aunque representen y se materialicen en inversiones a largo plazo, pueden conservarse durante plazos más cortos y ser vendidos en cualquier momento.⁶⁰

En una economía en sano y sostenido crecimiento, el flujo de ahorro voluntario llega a la estructura productiva por dos procedimientos: o bien mediante la autofinanciación de las empresas, o bien a través del mercado de valores (también llamado «de capitales»). No obstante, la llegada del ahorro a través del mercado de valores se efectúa lenta y paulatinamente sin que se produzcan *booms* ni euforias bursátiles.⁶¹

⁵⁹ Otra de las funciones esenciales de la bolsa de valores y de su mercado de opciones y futuros ha sido puesta de manifiesto, dentro de la más típica tradición de la Escuela Austriaca, por Ludwig M. Lachmann, para el cual «the Stock Exchange by facilitating the exchange of knowledge tends to make the expectations of large numbers of people consistent with each other, at least more consistent than they would have been otherwise; and that through the continual revaluation of yield streams it promotes *consistent capital change* and therefore economic progress.» Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., p. 71.

⁶⁰ Es importante resaltar cómo el sector bancario se ha apropiado, en gran medida, de este transcendental papel de la bolsa de valores, pues, al poder expandir el crédito, generar depósitos y remunerarlos, se ha convertido en el instrumento más utilizado para colocar los excesos temporales de tesorería. Esto es muy dañino, pues permite un crecimiento aún mayor de la expansión crediticia con los negativos efectos que ya conocemos. Si los excesos de tesorería se colocaran en la bolsa de valores, darían lugar, por el contrario, a un incremento efectivo del ahorro voluntario, que permitiría alargar los procesos de inversión sin que éstos se vieran forzados a ser suspendidos por una inevitable crisis ulterior (si bien los ahorradores nunca tendrían la garantía de recibir en caso de venta de sus títulos el mismo importe monetario que utilizaron para su compra). Además, estamos ahora en condiciones de entender por qué no está justificada la crítica que a menudo se efectúa al mercado de valores indicando que su pequeño tamaño y escaso desarrollo hacen inevitable la extensión del papel de los bancos a la hora de financiar los proyectos productivos. La realidad es, más bien, justo la contraria: es la posibilidad de que los bancos financien proyectos de inversión mediante expansión crediticia sin respaldo de ahorro real la que precisamente les da un mayor protagonismo en los proyectos de inversión, en detrimento, precisamente, del mercado de valores, que pierde importancia en el proceso de inversión y se convierte en un mercado secundario que sigue, a lo largo del ciclo, las líneas maestras establecidas por el sector bancario.

⁶¹ Únicamente cuando se verifique una súbita disminución (poco probable) en la preferencia temporal de la sociedad, los índices bursátiles, en ausencia de expansión crediticia, darán un salto hasta alcanzar un nuevo nivel (consolidado) a partir del cual como mucho se producirá un crecimiento bursátil lento y paulatino. Por ello los *booms* y euforias bursátiles prolongados de forma continuada siempre son artificiales y se alimentan de la expansión crediticia. Estas euforias bursátiles animan, además, a que el público posponga su consumo a corto plazo e invierta sus saldos de tesorería en bolsa, de manera que, mientras duren las expectativas de fuertes alzas bursátiles, alimentadas por la expansión crediticia, puede retrasarse temporalmente la llegada de la recesión. Esto es lo que está sucediendo en los principales mercados bursátiles americanos y europeos en el momento de escribir estas líneas (finales de 1997). Sobre todos los asuntos tratados en este epígrafe debe consultarse el excelente artículo de Philipp Bagus, «Asset Prices - An Austrian Perspective», *Procesos de Mercado*, vol. IV, n.º 2, pp. 57-93; así como el de Edith Skiner, «Did Asset Prices Cause the Current Crisis?», en *The First Great Recession of*

Solamente cuando se inicia por el sector bancario una política de expansión crediticia no respaldada por un aumento previo del ahorro voluntario se produce un crecimiento general continuo y muy importante de los índices bursátiles. En efecto, la creación de nuevo dinero en forma de créditos bancarios llega en seguida a la bolsa de valores y produce un movimiento al alza de las cotizaciones que es puramente especulativo, y que, con carácter general, en mayor o menor medida, afecta a la mayoría de los títulos, y puede seguir creciendo mientras dure la expansión crediticia y ésta se mantenga a un ritmo acelerado. Y es que la expansión crediticia, no sólo da lugar a una importante y artificial disminución relativa de los tipos de interés, con el efecto alcista que ello siempre tiene sobre las cotizaciones bursátiles, sino que además permite que los títulos valores cuyo precio no deja de subir se utilicen como colateral para solicitar nuevos préstamos en un proceso que se *retroalimenta* de continuas y especulativas alzas bursátiles, y que no se detiene mientras dure la expansión crediticia. Como explica Fritz Machlup: «If it were not for the elasticity of bank credit, which has often been regarded as such a good thing, the boom in security values could not last for any length of time. In the absence of inflationary credit the funds available for lending to the public for security purchases would soon be exhausted.»⁶² Por tanto, y ésta es quizá una de las conclusiones más importantes a las que ahora podemos llegar, toda etapa de auge ininterrumpido en la bolsa de valores no indica que las circunstancias económicas sean favorables, sino todo lo contrario: es la manifestación más inequívoca de que se está verificando una expansión crediticia sin respaldo de ahorro real que alimenta un *boom* artificial que inexorablemente terminará desembocando en una grave crisis bursátil.

Por otro lado, y como Hayek ha puesto de manifiesto, las importantes plusvalías o ganancias de capital que se obtienen en la bolsa durante la etapa de expansión, en la medida en que sean consideradas como mayor riqueza por parte de los agentes económicos y gastadas en la compra de bienes y servicios de consumo, suponen un importante consumo del escaso stock de capital, que terminará, en última instancia, empobreciendo a la sociedad.⁶³

the 21st Century: Competing Explanations, De Juan Ó, Febrero E. y Marcuzzo M.C., Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra y Northampton, Maryland, EE UU, 2011.

⁶² Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., p. 92. Esta obra de Machlup es de todo punto esencial para entender la influencia del ciclo sobre la bolsa de valores. La traducción al castellano de esta cita podría ser la siguiente: «Si no fuera por la elasticidad del crédito bancario que a menudo se ha considerado como algo muy positivo, el *boom* en los valores bursátiles no podría mantenerse indefinidamente. En ausencia del crédito inflacionario, los fondos disponibles para ser prestados al público con la finalidad de comprar títulos valores pronto se extinguirían».

⁶³ «Stock Exchange profits made during such periods of capital appreciation in terms of money, which do not correspond to any proportional increase of capital beyond the amount which is required to reproduce the equivalent of current income, are not income, and their use for consumption purposes must lead to a destruction of capital.» F.A. Hayek, «The Maintenance of Capital», *Economica*, vol. II, agosto de 1934. Este artículo está incluido como capítulo III en *Profits, Interest and Investment*, ob. cit., pp. 83-134. La cita que acabamos de recoger se encuentra en la p. 133.

Aun cuando analíticamente sean muy claros los procesos que tienden a revertir los proyectos de inversión que erróneamente se emprenden como consecuencia de la expansión crediticia, es imposible conocer *a priori* en qué momento y a través de qué circunstancias específicas se pondrá de manifiesto en el mercado bursátil que la expansión es artificial, desencadenándose, en última instancia, una crisis bursátil. Lo que sí podemos afirmar es que la bolsa de valores será el primer indicador en mostrar que la expansión es artificial y «tiene los pies de barro», siendo muy posible que, ante el más nimio desencadenante o detonador, se produzca un *crash* bursátil.⁶⁴ Éste aparecerá tan pronto como los agentes económicos pierdan la confianza en la continuación del proceso expansivo, constaten que la expansión crediticia se ralentiza o detiene, y se convenzan, en suma, de que los efectos de la crisis y recesión van a aparecer en un futuro no muy lejano. A partir de este momento el mercado bursátil está sentenciado.

Los primeros síntomas de crisis bursátil asustan mucho a los políticos, responsables económicos y público en general, siendo habitual que se produzca un clamor general a favor de expandir otra vez el crédito en la medida necesaria para mantener y consolidar los altos índices bursátiles. Se piensa, con error, que el elevado nivel alcanzado por el precio de los títulos es una manifestación de la buena «salud» de la economía y que, por tanto, ha de hacerse todo lo posible para evitar que la bolsa se desplome.⁶⁵ Y es que no se quiere entender, ni por el público ni por la mayoría de los especialistas,⁶⁶ que la caída de la bolsa es el primer aviso de la inevitabilidad de la crisis y que los índices bur-

⁶⁴ Con independencia del detonante histórico concreto que la desencadene, la crisis bursátil se producirá a partir del momento en que disminuya la expansión crediticia, pues, como indica Fritz Machlup, «The most probable result in this case is a quick recession of security prices. For higher stock prices will invite a new supply of securities, and the corporations, which want to take advantage of the higher prices in order to draw funds from the stock exchange and use them for real investment, will find that there are no additional funds to be had.» Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., p. 90.

⁶⁵ No mencionamos el hecho incuestionable de que el interés particular de muchos tenedores especulativos de títulos se encuentra detrás de gran parte del «clamor público» a favor del apoyo institucional a la bolsa. Igualmente es muy significativo que cuando se produce una crisis bursátil, de forma prácticamente unánime, siempre se lanzan a través de los medios de comunicación mensajes «tranquilizadores» que insisten en el carácter pasajero e «injustificado» del fenómeno, y aconsejan al público no sólo que no se desprenda de sus acciones sino que además se aproveche de la situación para adquirir más títulos a buen precio. Las voces discordantes de los que ven la situación de otra manera y creen que lo mejor es vender (y que, en las situaciones de crisis son precisamente la mayoría de los que acuden al mercado) son siempre discreta y convenientemente silenciadas.

⁶⁶ Así, por ejemplo, justo antes del *crash* bursátil del 24 de octubre de 1929, el mismísimo Irving Fisher afirmaba con confianza tan solo una semana antes, el 17 de octubre de 1929, que «we are in a 'higher plateau' of stock exchange prices», ya plenamente consolidado y que nunca habría de bajar. Véanse sus declaraciones a la *Commercial & Financial Chronicle*, publicadas el 26 de octubre de 1929, pp. 2618-19. Citado por Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*, Liberty Press, Indianápolis, 1979, p. 210 (Ed. esp. de Unión Editorial, Madrid 2020). El mismo error de Fisher lo cometieron Wesley C. Mitchell, R.G. Hawtrey y el propio John Maynard Keynes. Véase Mark Skousen «Who predicted the 1929 crash?», ob. cit., pp. 254-257 (véase, igualmente, la nota 99).

sátiles no pueden mantenerse inalterados, salvo mediante nuevas dosis de crédito que tan sólo lograrían retrasar la crisis a costa de hacer mucho más grave la recesión cuando aparezca.

Después de la crisis financiera y económica, el mercado de valores actúa también como un indicador de su evolución. Así, a igualdad de circunstancias, los índices correspondientes a los títulos representativos de las empresas que ejercen su actividad en las etapas más alejadas del consumo sufren con mayor virulencia la caída de cotizaciones que los correspondientes a las empresas de bienes y servicios de consumo. Esto es la constatación bursátil del hecho de que los mayores errores empresariales se han cometido en las etapas de bienes de capital más alejadas del consumo y de que es preciso liquidarlos, salvar lo que se pueda y trasladar los correspondientes recursos y factores originarios de producción hacia otras empresas más próximas al consumo.

Una vez iniciado el periodo de recesión, la atonía de la bolsa se mantendrá mientras dure el proceso de reajuste, indicando con ello no sólo que éste aún se está dolorosamente llevando a cabo, sino que los tipos de interés de mercado se han elevado al nivel que tenían en la etapa previa al comienzo de la expansión crediticia (o incluso, como ya sabemos, a un nivel superior, si como es habitual incorporan una prima adicional por riesgo e inflación).⁶⁷ En cualquier caso, la atonía bursátil durará mientras dure el reajuste, pudiendo mantenerse indefinidamente si es que éste no logra culminarse por culpa de la continua concesión rotatoria de nuevos créditos a las empresas afectadas en un entorno de mercados laborales y de todo tipo muy intervenidos y rígidos (caso, por ejemplo, de la economía japonesa en las décadas posteriores a 1995).

Cuando el reajuste se haya terminado puede comenzar la recuperación, si es que los agentes económicos recuperan la confianza y vuelven a aumentar su tasa de ahorro voluntario. En este caso, el precio de los bienes y servicios de consumo tenderá a reducirse en términos relativos respecto de los salarios y rentas de los factores originarios de producción, lo cual determinará la entrada en funcionamiento del «Efecto Ricardo», volviéndose a hacer interesante emprender nuevos proyectos de inversión para alargar y ensanchar las etapas

⁶⁷ «This is clearly seen on the Stock Exchange which discounts future yield streams on the basis of the present rate of interest. A sensitive and well-informed market witnessing the spectacle of a strong boom will of course in any case sooner or later have its misgivings about future yields and the cost of present projects. But we need not doubt that where this is not so, a rising rate of interest would strongly reinforce the discounting factor and thus damp excessive optimism.» Ludwig M. Lachmann, *Capital and its Structure*, ob. cit., pp. 124-125. Lachmann explica la gran importancia que las instituciones de la bolsa de valores y los mercados de futuros tienen a la hora de extender el conocimiento y la información dispersa de los diferentes agentes económicos, aumentando la coordinación inter e intratemporal entre los mismos. De tal manera que tanto la bolsa de valores como el mercado de futuros tienen el efecto de facilitar la coordinación y la estabilidad de la economía, *función que cumplen mientras no se vean distorsionados por los impactos inflacionistas de la expansión crediticia*. En todo caso, los mercados de futuros preverán antes que nadie las sucesivas fases del ciclo económico, y aunque esto no sea así, la propia realidad de los acontecimientos (subida de tipos de interés, pérdidas contables en las industrias de bienes de capital, etc.) terminarán acabando con el boom bursátil y generando el inicio de la crisis económica.

de la estructura productiva más intensivas en capital. Este aumento del ahorro dará lugar a un crecimiento en el precio de los títulos valores, que indicará que la recuperación ha comenzado y que se están volviendo a emprender nuevos procesos de inversión en bienes de capital. Sin embargo, el crecimiento de los índices bursátiles no volverá a ser espectacular mientras no se reinicie una nueva expansión crediticia.⁶⁸

Aunque existen muchas otras consideraciones complementarias que se podrían hacer en relación con la evolución del mercado de valores durante el ciclo económico, la idea más importante es que, con carácter general, todo incremento importante y continuado en el precio de los títulos valores no se puede explicar por una mejora de las condiciones de la producción ni por un aumento del ahorro voluntario, sino que sólo puede mantenerse de forma indefinida gracias al crecimiento inflacionario de la expansión crediticia. La mejora sostenida de la economía y el aumento del ahorro voluntario generan una mayor afluencia monetaria al mercado de valores, pero ésta es más lenta y paulatina y rápidamente es absorbida por las nuevas emisiones de títulos de las empresas que quieren financiar sus nuevos proyectos de inversión. Solamente un crecimiento continuado y desproporcionado de la oferta monetaria en forma de expansión crediticia puede alimentar la hoguera especulativa que caracteriza todo *boom* bursátil.⁶⁹

15

EFECTOS DEL CICLO ECONÓMICO SOBRE EL SECTOR BANCARIO

Llegados a este punto de nuestro análisis, debe ser fácil comprender cuáles son los efectos y relaciones que existen entre el ciclo económico y el sector bancario. Primeramente, hay que reconocer que el ciclo económico tiene su origen en la expansión crediticia que realiza el sector bancario gracias al privilegio jurídico que ostenta de poder realizar contratos de depósito de dinero a la vista con un coeficiente de reserva fraccionaria. En el capítulo IV vimos, además,

⁶⁸ No nos debe extrañar, por tanto, que en la etapa de recuperación se combine una disminución, en términos relativos, de los precios de los bienes y servicios de consumo y, por tanto, de los valores bursátiles correspondientes a las empresas más próximas a la última etapa de la estructura productiva, junto con un aumento en el precio de los títulos valores correspondientes a las empresas que trabajan más alejadas del consumo. Como indica Fritz Machlup, «a shift of demand from consumers' goods to securities is 'saving'. It is usually assumed that a significant price shift takes place not only between consumers' goods and securities but also between consumers' goods and producers' goods. It may seem strange that the price fall in consumers' goods should correspond on the other side to price rises in *two* categories of things at the same time. But there is nothing complicated about this, for the rise in price of *titles* to capital goods may actually involve the rise in prices of the *capital goods* themselves.» Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., pp. 70-71.

⁶⁹ «A continual rise of stock prices cannot be explained by improved conditions of production or by increased voluntary savings, but only by an inflationary credit supply. A lasting boom can result only from inflationary credit supply.» Fritz Machlup, *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, ob. cit., pp. 99 y 290.

cómo este privilegio explica la tendencia a la concentración bancaria, pues conforme los bancos logren una mayor cuota de mercado, es decir, un tamaño más grande en términos relativos, mayores son sus posibilidades de expansión crediticia sin que se vean amenazados por la correspondiente cámara de compensación interbancaria. Además, la concentración bancaria hace posible una mejor «gestión» de las reservas fraccionarias de tesorería, permitiendo hacer frente a retiradas normales de la misma con unos saldos centrales de caja menores.

En el capítulo V hemos visto cómo el proceso de expansión crediticia da lugar, no obstante, a una ineludible crisis financiera y etapa de recesión y reajuste, durante la cual se evapora una parte muy importante de los valores contables del activo de los bancos, en un periodo en el que además la demanda de dinero y la retirada de depósitos aumenta con carácter generalizado. Esto explica, por tanto, que los banqueros hayan forzado la creación de una institución pública, denominada «banco central», con la finalidad de que actúe, básicamente, como prestamista de última instancia en las etapas de crisis financiera y recesión económica que son más peligrosas para ellos. Además, las dificultades y agobios que los banqueros experimentan como consecuencia de la morosidad y retirada de depósitos en la etapa de reajuste y recesión económica refuerzan, aún más si cabe, la tendencia hacia la concentración bancaria. En efecto, de esta manera pueden dar un tratamiento más uniforme a los impagados, consiguiendo importantes economías de escala en la gestión de la morosidad y evitando encontrarse en la situación marginalmente más insolvente del sector, por experimentar un porcentaje de créditos morosos más elevado o una menor confianza por parte del público.

La conclusión, por tanto, es que hay una tendencia endógena en el ejercicio *privilegiado* de la banca con reserva fraccionaria que lleva a la *concentración* bancaria y a que los bancos desarrollen y mantengan íntimas relaciones con el banco central como única institución que puede garantizar su pervivencia en los momentos de crisis, que ellos mismos generan de forma regular y recurrente. Además, el banco central actúa dirigiendo, orquestando y organizando la expansión crediticia, vigilando que los bancos expandan más o menos al unísono y que ninguno de ellos se desmarque mucho del ritmo establecido.

16

MARX, HAYEK Y LA CONSIDERACIÓN DE LAS CRISIS ECONÓMICAS COMO ALGO INHERENTE A LA ECONOMÍA DE MERCADO

Es curioso constatar cómo, en su análisis de las realidades económicas del sistema capitalista, Marx básicamente se centra en el estudio de los desequilibrios y desajustes que se dan en el mercado. Esto explica que la teoría marxista sea, ante todo, una teoría del desequilibrio del mercado que, en ocasiones, tiene incluso unas coincidencias notables con el análisis dinámico de los procesos de mercado desarrollado por los economistas de la Escuela Austriaca en general, y por los propios Mises y Hayek en particular. Uno de los puntos de cierta

coincidencia más curiosos se da, precisamente, en relación con la teoría de las crisis y recesiones que asolan con regularidad al sistema capitalista. Así, es interesante resaltar cómo autores de tradición marxista, como el ucraniano Mijail Tugan-Baranovsky (1865-1919), llegaron a la conclusión de que las crisis económicas son causadas por una tendencia a la *falta de proporcionalidad* entre las diversas ramas de la producción que, en su opinión, es consustancial al sistema capitalista.⁷⁰ Para Baranovsky la crisis se produce porque «la distribución de la producción deja de ser proporcional: las máquinas, los utensilios, las tejas, las maderas de construcción, se piden menos que antes, puesto que las nuevas empresas no son tan numerosas. Pero los productores de los medios de producción no pueden retirar su capital de sus empresas, y, por otra parte, la importancia del capital comprometido bajo la forma de edificios, máquinas, etc., obliga a continuar produciendo (si no el capital inactivo no daría interés). Hay, por lo tanto, *exceso de producción en los medios de producción*».⁷¹ Como se ve, parte del razonamiento económico que subyace en este análisis es muy semejante al de la teoría austriaca del ciclo económico. Y es más, el propio Hayek cita a Tugan-Baranovsky como uno de los precursores de la teoría del ciclo que expone en *Prices and Production*.⁷²

Además, es interesante señalar cómo el propio Hayek, durante una etapa, llegó a pensar, al igual que Marx, que *las crisis económicas eran algo endógeno e inherente al sistema económico capitalista*, si bien las evaluaba como el necesario coste que había que asumir si es que se quería mantener un sistema monetario y crediticio elástico, cuya expansión «garantizase», en todo momento, el desarrollo económico. Concretamente, Hayek afirmó que las crisis económicas surgen «from the very nature of the modern organization of credit. So long as we make use of bank credit as a means of furthering economic development we shall have to put up with the resulting trade cycles. They are, in a sense, the

⁷⁰ Mijail Tugan-Baranovsky, «Crisis económica y producción capitalista», incluido en *Lecturas de economía política*, Francisco Cabrillo (ed.), Minerva Ediciones, Madrid 1991, pp. 190-210. En la nota 86 del capítulo VII se relacionan todas las obras de Tugan-Baranovsky publicadas en España.

⁷¹ *Ibidem*, p. 205 (las cursivas son mías).

⁷² «In the German literature similar ideas were introduced mainly by the writings of Karl Marx. It is on Marx that M.v. Tugan-Baranovsky's work is based which in turn provided the starting point for the later work of Professor Spiethoff and Professor Cassel. The extent to which the theory developed in these lectures corresponds with that of the two last named authors, particularly with that of Professor Spiethoff, need hardly be emphasised.» F.A. Hayek, *Prices and Production*, ob. cit., p. 103. Y también *The Pure Theory of Capital*, ob. cit., p. 426. Sobre Tugan-Baranovsky y el contenido de su tesis doctoral sobre «Las crisis industriales en Inglaterra», debe consultarse el artículo biográfico sobre este autor de Alec Nove, publicado en *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman (eds.), Macmillan Press, Londres 1987, vol. IV, pp. 705-706. El error de todas estas doctrinas de la «desproporcionalidad» es que ignoran su origen monetario e intervencionista (en forma de actuación privilegiada del sistema bancario), no reconocen la tendencia empresarial a detectar y corregir desajustes (en ausencia de intervenciones estatales) y piensan ingenuamente que las autoridades económicas del gobierno tendrían un conocimiento superior a estos efectos que el entramado de empresarios que actúan libremente en el mercado. Véase Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 582-583.

the price we pay for a speed of development exceeding that which people would voluntarily make possible through their savings, and which therefore has to be extorted from them. And even if it is a mistake —as the recurrence of crises would demonstrate— to suppose that we can, in this way, overcome all obstacles standing in the way of progress, it is at least conceivable that the non-economic factors of progress, such as technical and commercial knowledge, are thereby benefitted in a way which we should be reluctant to forgo.»⁷³

⁷³ F.A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, ob. cit., pp. 189-190. Esta cita fue traducida por Luis Olariaga en 1936 de la siguiente manera: «Las fluctuaciones económicas nacen de la propia naturaleza de la organización monetaria del crédito. Mientras hagamos uso del crédito bancario como medio para impulsar el desenvolvimiento económico, tendremos que sufrir las crisis económicas resultantes. En cierto sentido, son el precio que pagamos por un ritmo de crecimiento más acelerado que el que la sociedad haría posible voluntariamente con sus ahorros, y el cual hay que imponérselo, forzosamente. Y aun cuando fuese un error —como la periodicidad de las crisis debiera demostrar— suponer que podemos en esa forma vencer todos los obstáculos que se oponen al progreso, es por lo menos concebible que los factores no económicos del progreso, tales como los conocimientos técnicos y comerciales, son con ello beneficiados en una forma a la que no debíamos renunciar sin repugnancia.» El joven Hayek de 1929 añade que, en su opinión, un sistema bancario rígido conseguiría evitar las crisis, pero «the stability of the economic system would be obtained at the price of curbing economic progress», concluyendo que «It is no exaggeration to say that not only would it be impossible to put such a scheme into practice in the present state of economic enlightenment of the public, but even its theoretical justification would be doubtful» (*ibidem*, p. 191). El propio Hayek reconoce que su conclusión se basa más en la intuición y en razones extraeconómicas que en un análisis teórico riguroso, por lo que no es de extrañar que, muy pocos años después, en *Prices and Production* y en *Monetary Nationalism and International Stability*, cambiara de opinión, proponiendo mantener constante la oferta monetaria y adhiriéndose a la propuesta de exigir un coeficiente de caja del 100 por cien para la banca. Una crítica muy contundente a estas erróneas afirmaciones del joven Hayek de 1929 puede verse en Walter Block y Kenneth M. Garschina, «Hayek, Business Cycles and Fractional Reserve Banking: Continuing the De-Homogenization Process», *The Review of Austrian Economics*, Vol. 9, n.º 1 (1996), pp. 77-94. Posteriormente me he dado cuenta de que, dado que ya en 1925 Hayek propuso como solución radical de los ciclos económicos volver a las prescripciones de la ley de Peel de 1844 estableciendo un coeficiente de caja del 100 por cien para los depósitos bancarios a la vista, sus afirmaciones de 1929 en *La teoría monetaria y el ciclo económico* quizás deban entenderse más bien en el contexto de una conferencia ante la *Verein für Sozialpolitik* que tuvo lugar en Zurich en septiembre de 1928 y en la que fue enjuiciado por profesores poco proclives a aceptar conclusiones demasiado originales o revolucionarias. Esta primera prescripción de Hayek a favor del coeficiente de caja del 100 por cien se encuentra en la nota 12 de su artículo sobre «The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis», publicada en *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, Roy McCloughry, ob. cit., p. 29 (véase, además, la próxima nota 94). Hemos de hacer notar, por último, que en esta errónea y pasajera concesión de Hayek relativa al carácter supuestamente beneficioso de la expansión crediticia sobre la innovación tecnológica resuena el ingenuo inflacionismo implícito en J. A. Schumpeter, *La teoría del desenvolvimiento económico*, ob. cit., especialmente pp. 129 y ss. Una brillante evaluación crítica del carácter heterodoxo de Schumpeter dentro de la teoría austríaca del capital y de los ciclos ha sido realizada por José Antonio de Aguirre en su «Introducción» a la edición española de Eugen von Böhm-Bawerk, *Teoría positiva del capital*, Ediciones Aosta/Unión Editorial, Madrid 1998, pp. 19-22. Con todo, la mejor crítica a la errónea teoría de los ciclos de Schumpeter, que tan grande daño sigue haciendo a nivel popular donde ha calado muy hondo la falacia de que la expansión crediticia es necesaria para «alimentar» la innovación, ha sido desarrollada por Murray N. Rothbard, «Breaking Out of the Walrasian Box: Schumpeter and Hansen», *Review of Austrian Economics*, n.º 1, 1987, pp. 97-108.

Ahora bien, esta temprana tesis de Hayek, coincidente en parte como ya hemos indicado con la de Marx, tan sólo sería correcta si la propia teoría austriaca del ciclo no hubiera puesto de manifiesto que las crisis económicas dan lugar a un grave daño sobre la estructura productiva y a un consumo generalizado del capital acumulado que son muy perjudiciales para el desarrollo económico y armonioso de la sociedad. Además, y esto es aún más importante, el análisis teórico, jurídico y económico que hemos desarrollado en este libro ha tratado de demostrar que las crisis económicas no son un resultado inevitable de la economía de mercado, sino que, por el contrario, son un resultado de que se haya concedido por los gobiernos un *privilegio* para que los bancos actúen al margen de los principios tradicionales del derecho de propiedad, que tan vitales son para la economía de mercado, en relación con el depósito a la vista de dinero. Es, por tanto, una quiebra forzada institucionalmente del derecho de propiedad en el ámbito concreto del contrato de depósito bancario de dinero la que da lugar a la expansión crediticia y a los ciclos económicos, por lo que *no puede considerarse en forma alguna que las crisis sean inherentes al sistema capitalista ni que surjan de manera inevitable en una economía de mercado sometida, sin privilegio alguno, a los principios generales del derecho que constituyen su imprescindible marco jurídico de actuación.*

Podríamos mencionar una segunda conexión entre el marxismo y la teoría austriaca del ciclo. En efecto, si hay una ideología que ha justificado e impulsado la lucha de clases, alimentando la creencia popular de que es preciso regular e intervenir fuertemente los mercados laborales para «proteger» al trabajador frente a la capacidad de explotación del empresario, ésta ha sido, precisamente, la ideología marxista. De manera que el marxismo —quizá sin quererlo deliberadamente⁷⁴— ha jugado un papel protagonista a la hora de justificar y fomentar la rigidez de los mercados laborales y, por tanto, de hacer mucho más prolongados y dolorosos los procesos de reajuste que inevitablemente han de seguir a toda etapa de crédito bancario expansivo. Como sabemos, si los mercados laborales fueran mucho más flexibles, lo cual sólo será políticamente posible cuando el público en general se dé cuenta del daño que la regulación laboral conlleva, los necesarios procesos de reajuste posteriores a la expansión crediticia serían mucho menos duraderos y dolorosos.

Por último, existe un posible tercer punto de conexión entre la teoría austriaca del ciclo y el marxismo, que se refiere a la tan alabada por muchos autores ausencia de crisis económicas en los sistemas de «socialismo real». Sin embargo, el argumento de la ausencia de crisis económicas en los sistemas en los que no existe propiedad privada de los medios de producción y la coordinación

⁷⁴ En efecto, Marx consideró que las versiones intervencionista y sindicalista del socialismo eran «utópicas», e incluso manifestó que la legislación social y laboral a favor de los trabajadores no podría conseguir sus resultados, aceptando plenamente de esta forma los argumentos de la Escuela Clásica en contra de la regulación estatal de la economía de mercado. Esta postura de Marx no disminuye en un ápice la realidad de que el marxismo, a su pesar, fue el principal motor ideológico de los movimientos «reformistas» que justificaron la intervención en el mercado laboral.

de todos los procesos económicos se lleva a cabo desde arriba mediante un plan coactiva y deliberadamente impuesto por los poderes públicos, carece de fundamento. Recordemos que en una economía de mercado la depresión aparece precisamente porque la estructura productiva, debido a la expansión crediticia, se separa de aquella que voluntariamente desearían mantener a medio y largo plazo los consumidores. Por eso, allí donde los consumidores carecen de libertad para elegir y la estructura productiva les es impuesta desde arriba, no es que no puedan experimentarse etapas sucesivas de auge y recesión, sino que con todo fundamento teórico *puede considerarse que tales economías se encuentran continua y permanentemente en una situación de crisis y recesión*, pues la estructura productiva viene impuesta desde arriba al margen de la que deseen los ciudadanos y es teóricamente imposible que el sistema salga del desajuste y la descoordinación.⁷⁵ Por ello, argumentar que una economía de socialismo real tiene la ventaja de eliminar las crisis económicas es tanto como afirmar que la ventaja de estar muerto es que no se pueden contraer enfermedades.⁷⁶ En efecto, cuando tras la caída de los regímenes de socialismo real del Este de Europa de nuevo se ha dado la oportunidad para que los consumidores libremente establezcan la estructura productiva más acorde con sus deseos, inmediatamente se ha puesto de manifiesto que los errores de inversión cometidos en el pasado son de tal escala y magnitud que el proceso de reajuste se hace mucho más profundo, duradero y doloroso que el que es habitual en la etapa de recesión de una economía de mercado. Y es que se ha puesto de manifiesto que la mayor parte de la estructura de bienes de capital que existía en las economías socialistas era completamente inservible cara a los objetivos y necesidades que son propios de una economía moderna. En suma, puede considerarse que el socialismo provoca una generalizada, intensa y crónica mala inversión de los factores productivos y bienes de capital de la sociedad, mucho peor incluso que la que genera la expansión crediticia. Por lo que puede concluirse que el «socialismo real» está sumido en una profunda «depresión crónica» o, si se prefiere, en una constante situación de mala inversión de los recursos productivos, fenómeno éste que en la realidad se ha venido manifestando incluso con características cíclicas de agravamiento recurrente, y que ha sido estudia-

⁷⁵ A demostrar por qué es imposible que, incluso en las condiciones más favorables, el sistema de socialismo real pueda dar un contenido coordinador a sus mandatos he dedicado todo mi libro sobre *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, ob. cit.

⁷⁶ «A dictator does not bother about whether or not the masses approve of his decision concerning how much to devote for current consumption and how much for additional investment. If the dictator invests more and thus curtails the means available for current consumption, the people must eat less and hold their tongues. No crisis emerges because the subjects have no opportunity to utter their dissatisfaction. Where there is no business at all, business can be neither good nor bad. There may be starvation or famine, but no depression in the sense in which this term is used in dealing with the problems of a market economy. Where the individuals are not free to choose, they cannot protest against the methods applied by those directing the course of production.». Ludwig von Mises, *Human Action*, ob. cit., pp. 565-566.

do con un cierto detalle por diversos teóricos de las antiguas economías del Este.⁷⁷

Las graves dificultades económicas que han experimentado las economías de los antiguos países de socialismo real son la consecuencia de muchos decenios de errores económicos cometidos a un ritmo y con una intensidad mucho mayores de los que en Occidente con carácter regular han venido produciéndose por culpa de la expansión crediticia del sistema bancario y de la política seguida por las autoridades monetarias.

17

DOS CONSIDERACIONES COMPLEMENTARIAS

En diversas circunstancias históricas la expansión crediticia se ha utilizado como instrumento para ayudar a financiar el déficit en los presupuestos del Estado. Esto se puede llevar a cabo bien mediante la instrucción dada a los bancos para que adquieran, con parte de la expansión crediticia que generan, títulos de deuda pública; bien haciéndose el Estado directamente deudor de los bancos. En estos casos, aunque técnicamente nos encontremos ante ejemplos de expansión crediticia, la misma no actúa incidiendo directamente en el mercado de préstamos, sino que más bien actúa como un sustitutivo perfecto de la creación de dinero. En efecto, esta expansión crediticia equivale a la simple creación de dinero para financiar el déficit público y tiene los tradicionales efectos de todo proceso inflacionario: un primer efecto de redistribución de la renta idéntico al que da lugar todo proceso inflacionario; y un segundo efecto, distorsionador de la estructura productiva, en la medida en que se financien por el Estado gastos y obras públicas que temporalmente modifiquen la estructura productiva y luego no puedan mantenerse de forma permanente mediante el gasto corriente en bienes y servicios de consumo de los agentes económicos de la sociedad. En todo caso, es preciso distinguir la expansión crediticia propiamente dicha, que da lugar al *boom* artificial y al ciclo, de la que tan sólo es un procedimiento para crear nuevo dinero y ponerlo en manos del Estado, y cuyos efectos son los típicos del impuesto inflacionario.⁷⁸

La segunda consideración final que hemos de realizar es relativa al *carácter internacional* de los ciclos económicos. Unas economías tan integradas internacionalmente como las modernas suelen iniciar los procesos de expansión cre-

⁷⁷ Así, entre otros, por Tomask Stankiewicz en su artículo «Investment under Socialism», *Communist Economies*, vol. I, n.º 2, 1989, pp. 123-130. Y también por Jan Winiecki, en su libro *The Distorted World of Soviet-Type Economies*, Routledge, Londres 1988 y 1991.

⁷⁸ El aumento masivo de los déficit presupuestarios ha sido característica común desde la década de los ochenta del siglo pasado (especialmente en nuestro país) y ha servido para prolongar los periodos expansivos, retrasando y haciendo más grave la recesión posterior. Los efectos negativos de estos déficits indirectamente monetizados se han superpuesto sobre los de la expansión crediticia, generando aún mayores desajustes en la asignación de recursos y retardando el inicio del necesario reajuste.

diticia simultáneamente y sus efectos rápidamente se contagian a todos los mercados del mundo. Mientras prevaleció el patrón oro, existía un límite automático a la capacidad de expansión crediticia que podía efectuarse dentro de cada país y que venía determinado por las salidas de oro que inexorablemente se producían en las economías relativamente más inflacionistas. Con el abandono del patrón oro, el advenimiento de los tipos de cambio flexibles y el triunfo del nacionalismo monetario, cada país pudo emprender libremente políticas de expansión crediticia, iniciándose una *competencia inflacionaria* de «todos contra todos». Solamente un área económica muy amplia e integrada de diversas naciones que hayan renunciado a la expansión crediticia y mantengan entre sí tipos de cambio fijos podrá librarse, relativamente (y no del todo), de los efectos negativos de una expansión crediticia general que se haya iniciado fuera de sus fronteras. Sin embargo, los efectos de la inflación podrán sentirse incluso dentro de esa área si es que no se establece un tipo de cambio flexible entre la misma y el resto de las monedas que fuera de ella sufren un proceso de expansión monetaria. Es cierto que los tipos de cambio fijos actúan como un (imperfecto) sustitutivo de los límites que el patrón oro establecía a la posibilidad de que cada país, independientemente, expandiera su oferta monetaria en forma de créditos. Pero ello es compatible con el hecho de que el efecto negativo de una expansión externa sobre las naciones que mantengan políticas monetarias más prudentes sólo puede minorarse mediante el establecimiento de tipos de cambio flexibles.

En todo caso, la eliminación definitiva de las crisis económicas exigirá una reforma a *nivel mundial* del sistema monetario, cuyas principales líneas se exponen en el capítulo IX y final de este libro.

18

LA TEORÍA DEL CICLO Y SU EVIDENCIA EMPÍRICA

En este apartado vamos a estudiar cómo encaja la teoría del ciclo económico que hemos expuesto en los apartados anteriores en la historia de los hechos económicos. Se trata de estudiar si el análisis teórico realizado proporciona o no un esquema interpretativo adecuado de los fenómenos de auge y recesión que se han experimentado y aún se siguen experimentando en la historia. Vamos a estudiar, por tanto, de qué manera los hechos históricos, tanto los lejanos como los más próximos en el tiempo, ilustran o encajan en la teoría que hemos desarrollado.

Es preciso, sin embargo, empezar con unas palabras de cautela en torno a este objetivo relativo a la interpretación histórica de los ciclos económicos. Esto es así porque, en contra de lo que supone la escuela «positivista», no consideramos que la evidencia empírica baste, por sí sola, para confirmar o refutar una teoría científica en el campo de la economía. Deliberadamente acabamos de decir que nuestro objetivo es estudiar de qué manera los hechos históricos «ilustran» o «encajan» con las conclusiones teóricas alcanzadas en nuestro

análisis, pero no que nuestro objetivo sea efectuar una contrastación empírica que permita falsar, confirmar, verificar o demostrar su validez. Efectivamente, aunque no sea éste el lugar apropiado para reproducir todo el análisis crítico sobre las insuficiencias lógicas de la «metodología positivista»,⁷⁹ es claro que la experiencia del mundo social es siempre una experiencia de tipo «histórico», es decir, referida a hechos complejísimo en los que intervienen un sinnúmero de «variables» que no cabe observar directamente, sino que tan sólo cabe interpretar a la luz de una teoría previa. Además, tanto los hechos, con su infinita complejidad, como la estructura específica de los mismos, varía de unas situaciones a otras, de manera que, aunque pueda considerarse que las fuerzas *típicas* subyacentes de más transcendencia son las mismas, sin embargo su *especificidad* histórica varía mucho de un caso particular a otro.

Según que la teoría del ciclo sea una u otra, la selección e interpretación de los hechos históricos será también distinta, por lo que adquiere una extraordinaria relevancia el establecimiento previo, por otros procedimientos metodológicos que no sean los positivistas, de teorías correctas que permitan interpretar la realidad de manera adecuada. No existe, por tanto, una evidencia histórica incontrovertible, ni mucho menos que permita confirmar o no si una

⁷⁹ Un resumen del análisis crítico de la metodología positivista, así como de su bibliografía más relevante, se encuentra contenido en mi artículo «Método y crisis en la Ciencia Económica», *Hacienda pública española*, n.º 74, 1982, páginas 33 a 48, reproducido en Jesús Huerta de Soto, *Estudios de economía política*, Unión Editorial, Madrid 1994, cap. III, pp. 59-82 (3.ª ed., Madrid 2020). Las ideas metodológicas de la Escuela Austriaca se van formando en paralelo conforme se desarrolla el debate sobre el cálculo económico socialista, y la crítica a la metodología positivista puede considerarse como uno de los subproductos más interesantes de dicho debate, pues de hecho y precisamente por las mismas razones por las que el socialismo es un error intelectual (imposibilidad de hacerse con la información práctica necesaria de forma centralizada), en economía no es posible observar directamente hechos empíricos, ni contrastar empíricamente ninguna teoría, ni efectuar, en suma, predicciones específicas de tiempo y lugar sobre lo que habrá de pasar. Esto es así porque el objeto de investigación de la Ciencia Económica está constituido por las ideas y el conocimiento que los seres humanos tienen y crean sobre lo que hacen, y esta información está en constante cambio, es muy compleja y no se puede medir, observar ni aprehender por parte de un científico (ni tampoco por parte de un órgano central de planificación). Si fuera posible medir los hechos sociales y contrastar empíricamente las teorías económicas, el socialismo sería posible, y viceversa, son las mismas razones que imposibilitan el socialismo las que hacen inaplicable la metodología positivista. Los «hechos» de la realidad social tan sólo pueden, por tanto, y dado su carácter «espiritual», ser interpretados históricamente, y para ello siempre es preciso disponer de una teoría previa. Sobre estos interesantísimos y polémicos aspectos deben consultarse las 33 citas bibliográficas de mi artículo sobre el «Método» ya citado y, en especial, los trabajos de Mises, *Theory and History*, Yale University Press, Yale 1957 (traducción española de Rigoberto Juárez Paz, Unión Editorial, Madrid 1975, 2.ª ed., Madrid 2004); y de Hayek «The Facts of the Social Sciences», en *Individualism and Economic Order*, ob. cit., páginas 57 a 76, y *The Counter-Revolution of Science*, Free Press, Glencoe, Illinois, 1952 (existe una magnífica reedición publicada en Indianápolis por Liberty Press en 1979, y una traducción española de Unión Editorial, Madrid 2003). Una favorable y desapasionada explicación del paradigma metodológico austriaco se encuentra en Bruce Caldwell, *Beyond Positivism: Economic Methodology in the Twentieth Century*, George Allen and Unwin, Londres 1982, 2.ª edición, Routledge, Londres 1994, en especial las páginas 117 a 138. Véase igualmente a Lars Peter Hansen, «Purely Evidence - Based Policy Doesn't Exist», *Chicago Booth Review*, 11 de febrero de 2019.

teoría es cierta o falsa. Por eso, hemos de ser muy prudentes y humildes en cuanto a nuestras esperanzas de corroborar empíricamente una teoría. Como máximo, hemos de conformarnos con elaborar una teoría lógicamente coherente, tan libre como sea posible de vicios lógicos en la correspondiente concatenación de razonamientos analíticos y que se fundamente en los principios esenciales del humano actuar («subjektivismo»). Con esta teoría a nuestra disposición, el siguiente paso será comprobar hasta qué punto la misma encaja o no en los hechos históricos, y nos permite interpretar de una manera más general, ajustada y correcta que con otras teorías alternativas lo que viene sucediendo en la realidad.

Estas consideraciones son especialmente relevantes para la teoría sobre el ciclo económico. Así, y como ha puesto de manifiesto F.A. Hayek, la actitud «cientista» que ha preponderado hasta ahora en la Ciencia Económica ha hecho que sólo se considerasen las teorías económicas que han sido formuladas en términos empíricos y referidas a magnitudes mensurables. Como dice Hayek: «Difícilmente puede negarse que semejante pretensión, totalmente arbitraria, limita los hechos que deben admitirse como posibles causas de los acontecimientos del mundo real. Este punto de vista, que con frecuencia se acepta ingenuamente como si obedeciera a una exigencia del método científico, tiene algunas consecuencias bastante paradójicas. Por supuesto, en lo que respecta al mercado y otras estructuras sociales semejantes, conocemos muchos hechos que no pueden medirse y de los que tenemos tan sólo una imprecisa y general información. Y puesto que los efectos de estos hechos en un caso determinado no pueden confirmarse mediante una evidencia cuantitativa, *son sencillamente desestimados por quienes sólo admiten lo que consideran evidencia científica procediendo, por tanto, ingenuamente, con la ficción de que sólo son relevantes los factores que se pueden medir*. La correlación entre demanda global y pleno empleo, por ejemplo, sólo puede ser aproximada; pero como es la *única* sobre la que tenemos datos cuantitativos, la aceptamos como la única conexión causal que cuenta. *Siguiendo esta pauta, podemos encontrar mayor evidencia 'científica' en una teoría falsa, la cual será aceptada desde el momento en que aparece como más 'científica', que en una explicación correcta, rechazada por carecer de la suficiente evidencia cuantitativa*».⁸⁰

Teniendo en cuenta las anteriores advertencias y consideraciones, vamos a ver en este apartado cómo el conocimiento de los datos históricos de que dis-

⁸⁰ Estas importantes observaciones de Hayek sobre la dificultad de contrastar empíricamente en nuestra ciencia y en particular en relación con la teoría del ciclo fueron expresadas en su discurso de recepción del Premio Nobel el 11 de diciembre de 1974. Véase su artículo «La pretensión del conocimiento», cuya edición española fue publicada como capítulo I del libro *¿Inflación o pleno empleo?*, Unión Editorial, Madrid 1974, pp. 9-32. La cita del texto principal la hemos tomado de las pp. 12-13 y las cursivas las hemos puesto nosotros y no se encuentran en el texto original. Hayek concluye en el mismo lugar (p. 20) que «el prejuicio cientista ha hecho que la mayoría de los economistas hayan descuidado lo que generalmente constituye la verdadera causa del paro masivo, debido a que dicha causa no podía ser confirmada por relaciones directamente observables entre magnitudes mensurables. Por el contrario, la casi exclusiva preocupación por ciertos fenómenos *superficiales* cuantitativamente mensurables ha producido una política de efectos negativos.»

ponemos en relación con los ciclos de auge y recesión que se han dado en el pasado, encaja de una manera sobresaliente con la teoría del ciclo que hemos expuesto. Igualmente trataremos al final de este apartado de los estudios que se han efectuado con el objeto de contrastar empíricamente la teoría austriaca del ciclo económico.

Los ciclos económicos antes de la Revolución Industrial

- a) Es imposible exponer aquí un tratamiento (siquiera sea resumido) de todos los ciclos de auge y depresión que se han dado en las economías del mundo antes de la Revolución Industrial. Sin embargo, somos lo suficientemente afortunados como para disponer de una creciente serie de trabajos de historia económica que arrojan una importante luz sobre la aplicación de la teoría del ciclo económico a hechos económicos concretos del pasado. Así, cabe mencionar, en primer lugar, los trabajos de Carlo M. Cipolla sobre las crisis acaecidas en la economía florentina a mediados del siglo XIV y en el siglo XVI que ya citamos en el capítulo II de este libro.⁸¹ En efecto, vimos que Cipolla, siguiendo los estudios de R.C. Mueller,⁸² ha documentado cómo los bancos de Florencia expandieron significativamente el crédito desde comienzos del siglo XIV,⁸³ lo cual generó un importante *boom* económico que convirtió a Florencia en el centro de la actividad financiera y comercial del Mediterráneo. Sin embargo, una serie de acontecimientos, como la bancarrota inglesa, la retirada de fondos napolitanos y el *crash* de los títulos de la deuda pública de Florencia, actuaron como detonantes específicos del comienzo de la inevitable crisis, que se manifestó con una quiebra generalizada de bancos y una fuerte contracción del crédito en el mercado (o como entonces se la llamaba, *mancamento della credenza*). Como consecuencia de la crisis, Cipolla indica que una gran masa de riqueza quedó destruida, derrumbándose los precios de la propiedad inmobiliaria, que previamente habían subido de manera exagerada, al 50 por ciento de su valor anterior, no siendo posible, ni siquiera con tal rebaja, encontrar fácilmente compradores. Finalmente, confirma nuestro autor que se tardó treinta años (de 1349 a 1379) en comenzar una recuperación en la que, en su opinión, tuvo un papel protagonista el desastre de la peste, que «rompió el círculo vicioso de la deflación que llevaba años ahogando la economía florentina. Al reducirse dramáticamente de golpe el número de habitantes, la dispo-

⁸¹ Carlo M. Cipolla, *El Gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, Editorial Crítica, Barcelona 1994.

⁸² R.C. Mueller, «The Role of Bank Money in Venice: 1300-1500», publicado en *Studi Veneziani*, Giardini Editore, Niza 1980, pp. 47-96.

⁸³ Como literalmente afirma Cipolla: «La banca de la época ya había evolucionado hasta el punto de crear moneda y aumentar la velocidad de su circulación.» Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., p. 155.

nibilidad media de moneda per cápita debió aumentar proporcionalmente. Además, los que sobrevivieron a la peste gastaron el dinero con alegría. Por consiguiente los precios y los salarios aumentaron.»⁸⁴ En el capítulo II ya hemos tenido la oportunidad de referirnos críticamente a la utilización por parte de Cipolla de la teoría monetarista que está subyacente en su interpretación de los procesos monetarios florentinos.

- b) La segunda crisis económica que ha sido estudiada en profundidad por Cipolla es también plenamente explicable en términos de la teoría austriaca del ciclo económico. Se refiere a la expansión crediticia que se llevó a cabo en la segunda mitad del siglo XVI en Florencia. Concretamente, Cipolla ha explicado cómo «los directivos del banco de Ricci usaron los fondos públicos como base monetaria para una política de expansión crediticia, propiciada por la situación europea, donde el crédito mediante letras de cambio había entrado en una larga fase de crecimiento febril, cada vez más desvinculado de las operaciones comerciales. La política de expansión crediticia del banco de Ricci, que dominaba la plaza florentina, debió arrastrar a los demás bancos por el mismo camino.»⁸⁵ Cipolla indica que durante los años sesenta la economía florentina experimentó un elevado nivel de actividad económica impulsada por la euforia crediticia. Sin embargo, a comienzo de los setenta del siglo XVI la situación desembocó en una grave crisis de liquidez de todo el sistema bancario. Los banqueros, en pintoresca expresión de los cronistas, «sólo pagaban con tinta». La crisis fue agravándose paulatinamente hasta que estalló con toda su virulencia a mediados de los años setenta, produciéndose en la ciudad una «gran escasez de dineros» (deflación) y una contracción crediticia. Cipolla afirma que «de pronto, el multiplicador de crédito empezó a funcionar de un modo perverso, al revés. La plaza de Florencia quedó ahogada por una crisis de liquidez del sistema bancario y de restricción del crédito que tuvo una excepcional gravedad, tanto por su intensidad como por su duración. En las páginas de los cronistas, en las cartas de los mercaderes y en los bandos de la época hay constantes y angustiadas referencias a la ‘estrechez’ crediticia y monetaria del mercado, a los bancos que no ‘contaban’, a la falta de moneda contante los sábados para la paga de los operarios.»⁸⁶ Por tanto, a la expansión crediticia y a la euforia económica siguió una depresión que hizo que el comercio decayera rápidamente y las quiebras fueran frecuentes, entrando la economía florentina a partir de entonces en un largo proceso de decadencia.
- c) También en el capítulo II de este libro hemos mencionado otros procesos de expansión crediticia que inevitablemente dieron lugar a posteriores crisis económicas, como fue el caso de la emprendida por el banco de los Médicis, que terminó quebrando en el año 1494. Igualmente he-

⁸⁴ Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., pp. 184-185.

⁸⁵ Carlo M. Cipolla, «La moneda en Florencia en el siglo XVI», en *El gobierno de la moneda: ensayos de historia monetaria*, ob. cit., p. 155.

⁸⁶ Carlo M. Cipolla, *El gobierno de la moneda*, ob. cit., p. 104.

mos estudiado, siguiendo a Ramón Carande, los procesos de expansión y quiebra bancaria que afectaron a los banqueros de la plaza de Sevilla en época de Carlos V. Y también la gran depresión en que desembocó la expansión especulativa y financiera que creó John Law en la Francia de principios del siglo XVIII y que ha sido analizada con detalle por varios autores, entre otros el propio Hayek.⁸⁷

Los ciclos económicos a partir de la Revolución Industrial

A partir de las guerras napoleónicas, con el inicio de la Revolución Industrial y la generalización del sistema bancario basado en la reserva fraccionaria, los ciclos económicos comienzan a reproducirse con una gran regularidad, adquiriendo ya los rasgos típicos más significativos que establece la teoría que hemos expuesto. A continuación comentaremos brevemente las fechas y características de los ciclos más importantes que han acaecido desde comienzos del siglo XIX.

1. *El pánico de 1819*.— Afectó especialmente a los Estados Unidos y ha sido estudiado, sobre todo, por Murray N. Rothbard en un libro ya clásico sobre la materia. El pánico fue precedido por una expansión del crédito y de la oferta monetaria, tanto en forma de billetes de banco como en forma de depósitos, ambos sin respaldo de ahorro real. En este proceso, el recién creado Banco de Estados Unidos actuó de manera protagonista. Ello produjo una gran expansión económica artificial que se vio bruscamente interrumpida en 1819, cuando dicho banco dejó de expandir su crédito y reclamó el pago de los billetes emitidos por otros bancos que tenía en su poder. Posteriormente se produjo la típica contracción en el crédito, y una extensa y profunda depresión económica que detuvo los proyectos de inversión iniciados durante el *boom* y generó un aumento del desempleo.⁸⁸

⁸⁷ Véase el artículo de F.A. Hayek, «First Paper Money in Eighteenth Century France», publicado como capítulo X del libro *The Trend of Economic Thinking: Essays on Political Economists and Economic History, The Collected Works of F.A. Hayek*, vol. III, Routledge, Londres 1991, pp. 155-176 (edición española: *La tendencia del pensamiento económico*, vol. III de *Obras Completas de F.A. Hayek*, Unión Editorial, Madrid 1995). Y también, Charles B. Kindleberger, *Historia financiera de Europa*, Editorial Crítica, Barcelona 1988, pp. 130 y ss.

⁸⁸ Véase Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819: Reactions and Policies*, Columbia University Press, Nueva York y Londres 1962. Otra aportación importante de este libro de Rothbard es el haber puesto de manifiesto cómo la crisis dio lugar a una polémica de alto nivel teórico sobre el papel de la banca, destacando el surgimiento de un numeroso grupo de políticos, periodistas y economistas que fueron capaces de diagnosticar correctamente los orígenes de la crisis y de proponer medidas adecuadas para evitar que se reprodujeran en el futuro, todo ello años antes de que Torrens y otros en Inglaterra desarrollaran los principios esenciales de la *Currency School*. Entre los personajes más famosos que identificaron en la expansión crediticia el origen de los males económicos, cabe destacar a Thomas Jefferson, Thomas Randolph, Daniel Raymond, el Senador Condé Raguet, John Adams y Peter Paul de Grand, que llegó incluso a defender la exigencia de

2. *La crisis de 1825.*— Fue una crisis esencialmente inglesa. Se caracterizó por una importante expansión crediticia que financió un alargamiento de las etapas más alejadas del consumo, básicamente en forma de inversiones en las primeras líneas de ferrocarril y en el desarrollo de la industria textil. En 1825 se produjo la crisis, iniciándose una depresión que se prolongó hasta 1832.

3. *La crisis de 1836.*— De nuevo los bancos reemprenden la expansión crediticia y se inicia un *boom* en el que se multiplican las sociedades dedicadas a la banca y las sociedades por acciones. Los nuevos créditos financian los ferrocarriles, la siderurgia y el carbón, desarrollándose la máquina de vapor como nueva fuente de energía. A principios de 1836 los precios empiezan a subir de manera vertiginosa, deteniéndose la crisis cuando los bancos deciden dejar de aumentar sus créditos en vista de que pierden cada vez más reservas de oro, que salen del país con destino, principalmente, a los Estados Unidos. A partir de 1836 se hunden los precios y los bancos quiebran o suspenden pagos, iniciándose una profunda depresión que dura hasta 1840.

4. *La crisis de 1847.*— A partir de 1840 se reinicia la expansión crediticia en el Reino Unido, extendiéndose igualmente por Francia y Estados Unidos. Se construyen miles de kilómetros de ferrocarriles y la bolsa inicia un crecimiento imparable que favorece, sobre todo, a las acciones de las empresas de ferrocarril. Se desata así un movimiento especulativo que dura hasta 1846, cuando se desencadena la crisis económica en Gran Bretaña.

Es curioso señalar que el 19 de julio de 1844 Inglaterra había adoptado, bajo los auspicios de Peel, la *Bank Act*, que representaba el triunfo de la escuela monetaria de Ricardo (*Currency School*) y que prohibió la emisión de billetes que no tuvieran un respaldo al 100 por cien en oro. Sin embargo, tal provisión no se estableció en relación con los depósitos y créditos, cuyo volumen en sólo dos años se multiplicó por cinco, lo cual explica la expansión de la especulación y la gravedad de la crisis que se produce a partir de 1846. La depresión se extiende también a Francia y en las diferentes bolsas se hunde el precio de las acciones de las compañías de ferrocarril y en general disminuyen los beneficios, especialmente de las industrias de bienes de capital, agravándose el desempleo, sobre todo en el sector de la construcción de ferrocarriles. Es en este contexto histórico en el que debe insertarse la revolución, de carácter netamente obrero y socialista, que se produce en la Francia de 1848.

5. *El pánico de 1857.*— Su esquema es similar a los anteriores. Tiene su origen en un auge previo que dura cinco años, de 1852 a 1857, y que se basa en una expansión generalizada de tipo crediticio que afecta a todo el mundo. Suben los precios, los beneficios y los salarios nominales, mientras que se produce una importante alza bursátil, que favorece sobre todo a las sociedades mineras y a las sociedades constructoras de ferrocarriles (las industrias más

que los bancos siguieran el modelo del Banco de Amsterdam y tuvieran siempre un coeficiente de caja del 100 por cien (ob. cit., p. 151). La incipiente teoría del ciclo de Raguét se encuentra en su libro *A Treatise on Currency & Banking*, Grill & Elliot, Filadelfia 1840 (2.^a ed. del Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008) pp. 134-140.

intensivas en capital que existían en la época). Además, la especulación se generaliza. Los primeros signos que indican la terminación del auge aparecen cuando comienzan a disminuir los beneficios de las minas y las líneas de ferrocarril (etapas más alejadas del consumo); y el aumento de los costes de producción hace que se debiliten aún más los beneficios. Posteriormente, las industrias del carbón y de la siderurgia reciben el impacto de la desaceleración y se inicia la crisis, que se propaga rápidamente, produciéndose una depresión de ámbito mundial. El 22 de agosto de 1857 es un día de verdadero pánico en Nueva York y muchos bancos suspenden sus operaciones.

6. *La crisis de 1866.*— La etapa expansiva se inicia a partir de 1861 y en ella tienen un papel protagonista el desarrollo de los bancos en Inglaterra y la expansión crediticia iniciada por el Credit Foncier en Francia. Como consecuencia de la expansión, sube el precio de los bienes de producción, de la construcción y de las industrias relacionadas con el algodón. La expansión continúa de manera acelerada hasta que surge el pánico de 1866, protagonizado por una serie de quiebras espectaculares, siendo la más celebre la de la casa Overend Gurney de Londres. En esta fecha, y al igual que sucedió en 1847 y 1857, se suspende temporalmente la Bank Act de Peel, con el fin de inyectar liquidez y defender las reservas de oro del Banco de Inglaterra. En Francia, el primer banco de negocios, el Crédit Mobilier, quiebra. Se inicia así una depresión que, como siempre, afecta especialmente al sector de la construcción de ferrocarriles, extendiéndose el paro sobre todo en relación con las industrias de bienes de capital. En España tras una fuerte expansión crediticia durante los años 1859-1864, que fomentó una generalizada mala inversión sobre todo en ferrocarriles, se produjo a partir de 1864 una recesión que alcanzó su apogeo en 1866. Gabriel Tortella Casares ha estudiado con detalle y brillantez todo este proceso y, aunque algunas de sus conclusiones interpretativas debieran modificarse a la luz de nuestra teoría, los hechos expuestos en sus trabajos encajan plenamente con la misma.⁸⁹

7. *La crisis de 1873.*— Su esquema es también muy semejante al de las anteriores. La expansión se inicia en Estados Unidos con motivo de los cuantiosos gastos a que dio lugar la Guerra de Secesión. Se extiende enormemente la red ferroviaria y se desarrolla mucho la siderurgia. La expansión se contagia al resto del mundo y en Europa se produce una fuerte especulación bursátil en la que los valores del sector industrial suben vertiginosamente. La crisis estalla primero en el continente en mayo de 1873 y después del verano en Estados Unidos,

⁸⁹ Tortella nos recuerda, citando a Vicens, cómo la crisis española de 1866 «es el origen de la proverbial desconfianza de los negociantes catalanes hacia los bancos y las grandes empresas». Véase Gabriel Tortella Casares, *Los orígenes del capitalismo en España: banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX*, Editorial Tecnos, Madrid 1973 (versión inglesa publicada por Arno Press, Nueva York 1977), p. 339. Sobre este periodo de la economía española también puede consultarse a Juan Sardá, *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, Ariel, Barcelona 1970 (1.ª edición, C.S.I.C. Madrid 1948), especialmente las pp. 131-151, y la obra de Manuel Martín Rodríguez, *Análisis económico y revolución liberal en España*, Edit. Civitas, Madrid 2009. En España, el decreto de Echegaray de 19 de marzo de 1874 acabó con la libertad bancaria y estableció el curso legal para la emisión fiduciaria del Banco de España.

cuando la depresión ya es patente y quiebra una de las grandes casas americanas, la Jay Cook & Co. Curiosamente, Francia, que no participó de la expansión crediticia anterior, escapa a este pánico y a la grave depresión que le siguió.

8. *La crisis de 1882.*— La expansión crediticia se reinicia a partir de 1878 en Estados Unidos y en Francia. En este último país se produce un crecimiento espectacular en las emisiones de valores industriales y se inicia un importante programa de obras públicas. Los bancos juegan un papel muy activo en la atracción de ahorro familiar y en la concesión multiplicada de préstamos a la industria. La crisis se desata en 1882 cuando se produce el *crack* de la Union Générale, estando a punto de quebrar también el Crédit Lyonnais, que experimentó una retirada masiva de depósitos (alrededor de la mitad). En Estados Unidos quiebran más de 400 bancos sobre un total de 3.271, extendiéndose el paro y la crisis sobre todo en las industrias más alejadas del consumo.

9. *La crisis de 1890-1892.*— La expansión crediticia se extiende por todo el mundo en forma de préstamos que llegan, sobre todo, a América del Sur. También se desarrolla mucho el sector de la construcción naval y el sector de las industrias pesadas. La crisis comienza en el año 1890, extendiéndose la depresión hasta 1896. Las tradicionales quiebras de compañías de ferrocarriles, la caída de la bolsa, la crisis de la industria metalúrgica y el paro aparecen con toda virulencia, como es típico en todos los años de depresión posteriores a una crisis.

10. *La crisis de 1907.*— De nuevo se reinicia la expansión crediticia a partir de 1896, durando la misma hasta 1907. En este caso los nuevos créditos, creados de la nada, se invierten en energía eléctrica, teléfono, ferrocarriles metropolitanos y construcción naval. Los ferrocarriles dejan de jugar el papel motor, siendo sustituidos por la electricidad. Además, por primera vez, la industria química participa de los créditos que conceden los bancos y hacen su aparición los primeros automóviles. En 1907 llega la crisis, que es particularmente dura en Estados Unidos, siendo muy numerosas las quiebras de bancos.

Tras la crisis de 1907 se reinicia un nuevo auge, que termina con una crisis en 1913 de características muy semejantes a las anteriores, que a su vez se interrumpe con el advenimiento de la Primera Guerra Mundial, que viene a transformar la estructura productiva de prácticamente todos los países del mundo.⁹⁰

Los «felices» años veinte y la Gran Depresión de 1929

Los años posteriores a la Primera Guerra Mundial se caracterizaron por la importantísima expansión crediticia que se inició en los Estados Unidos. Esta expansión crediticia fue orquestada por la recién creada Reserva Federal (que se fundó en 1913) y se basó en los programas de estabilización del valor de la unidad monetaria que, respaldados por teóricos como Irving Fisher y otros monetaristas, se hicieron muy populares a partir de esa época. Como los años veinte

⁹⁰ Un esbozo histórico de las crisis y ciclos económicos acaecidos a partir del comienzo de la Revolución Industrial hasta la Primera Guerra Mundial puede verse con más detalle, por ejemplo, en Maurice Niveau, *Historia de los hechos económicos contemporáneos*, traducción de Antonio Bosch Doménech, Editorial Ariel, Barcelona 1971, pp. 143-160.

fueron una década de gran aumento de la productividad, en la que se introdujeron muchas tecnologías nuevas y se acumuló una gran cantidad de capital, en ausencia de esta expansión de la oferta monetaria en forma de créditos se habría producido una significativa disminución en el precio de los bienes y servicios de consumo y, por tanto, un importante aumento real (no nominal) de los salarios. Sin embargo, la expansión crediticia hizo que los precios de los bienes de consumo se mantuvieran prácticamente constantes a lo largo de todo el periodo (véase el epígrafe 9 anterior) y que los salarios nominales no dejaran de crecer.

Benjamin M. Anderson, en su notable historia financiera y económica de este periodo de los Estados Unidos, explica con detalle el volumen de expansión crediticia que se creó por el sistema bancario americano. Así, en poco más de cinco años, los créditos creados de la nada por el sistema bancario pasaron de 33 mil millones de dólares a más de 47 mil millones. Anderson expresamente afirma que «between the middle of 1922 and April 1928, without need, without justification, lightheartedly, irresponsibly, we expanded bank credit by more than twice as much; in the years which followed we paid a terrible price for this.»⁹¹

Murray N. Rothbard, por su parte, ha calculado que la oferta monetaria de Estados Unidos creció de 37 mil millones de dólares en 1921 a más de 55 mil millones en enero de 1929.⁹² Estas cifras son muy semejantes a las estimadas por Milton Friedman y Anna J. Schwartz, para los cuales la oferta monetaria pasó de más de 39 mil millones de dólares en enero de 1921 a 57 mil millones en octubre de 1929.⁹³

⁹¹ Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*, Liberty Press, Indianápolis 1979, cap. 18, pp. 145-157 (Ed. esp. de Unión Editorial, Madrid 2020). La cita en inglés, que se encuentra en la p. 146, podría traducirse de la siguiente manera: «Entre mediados de 1922 y abril de 1928, sin ninguna necesidad, sin justificación, de manera ligera e irresponsable, expandimos el crédito bancario a un ritmo de más del doble, y en los años que siguieron pagamos un terrible precio por ello.»

⁹² Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 88, columna 4. Rothbard analiza con detalle todas las peculiaridades del proceso inflacionario, y en concreto cómo las mismas respondieron a una política deliberada de la Reserva Federal defendida, entre otros, por el Secretario del Tesoro William G. McAdoo, para el cual «The primary purpose of the Federal Reserve Act was to alter and strengthen our banking system that the enlarged credit resources demanded by the needs of business and agricultural enterprises will come almost automatically into existence and at rates of interest low enough to stimulate, protect and prosper all kinds of legitimate business» (p. 113). Véase, igualmente, a George A. Selgin, «The 'Relative' Inflation of the 1920's», en *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, IEA, Londres 1997, pp. 55-59.

⁹³ Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963, pp. 710-712 (tabla A1, columna 8). Friedman y Schwartz, en el capítulo que dedican a la década de los años veinte, manifiestan que una de las novedades más importantes del periodo es que, por primera vez en la historia, se decidió usar «central-bank powers to promote internal economic stability as well as to preserve balance in international payments and to prevent and moderate strictly financial crises. In retrospect, we can see that this was a major step toward the assumption by government of explicit continuous responsibility for economic stability» (p. 240). Aunque Friedman y Schwartz ponen el dedo en la llaga cuando hacen esta observación, la insuficiencia del análisis monetarista con el que interpretan sus datos les lleva a considerar que la Gran Depresión del 29 se debió a los errores de política monetaria cometidos por la Reserva Federal a partir de esa fecha y no, como pone de manifiesto la teoría de la Escuela Austriaca, a la expansión crediticia de los años veinte, cuya influencia sobre la estructura productiva Friedman y Schwartz pasan completamente por alto y no terminan de entender.

El propio F.A. Hayek fue un cualificado testigo de excepción de la política expansionista en el crédito seguida por la Reserva Federal durante los años veinte. En efecto, en 1923-1924 dedicó quince meses a estudiar *in situ* la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos y fruto de esa estancia fue su artículo sobre la política monetaria de los Estados Unidos después de la crisis de 1920.⁹⁴ En este artículo Hayek analiza críticamente el objetivo de la Reserva Federal, de acuerdo con el cual «any rise in the index by a definite percentage is immediately to be met with a rise in the discount rate or other restrictions on credit, and every fall in the general price level by a reduction of the discount rate.»⁹⁵ Hayek señala que la propuesta de estabilizar el nivel general de precios tuvo su origen en Irving Fisher en los Estados Unidos, y en J.M. Keynes y Ralph Hawtrey en Inglaterra, y que fue duramente criticada por diversos economistas, encabezados por Benjamin M. Anderson. La objeción teórica esencial que Hayek hace al proyecto de estabilización es que éste, en un entorno de disminución del nivel general de precios, ha de materializarse en una expansión crediticia que por fuerza ha de generar un *boom*, una mala asignación en la estructura productiva y después una profunda depresión, como de hecho así ocurrió.

En efecto, el objetivo de estabilidad en el nivel general de precios de los bienes de consumo se consiguió a lo largo de los años veinte con un grado de aproximación bastante grande, a cambio de expandir el crédito en una proporción, como hemos visto, muy elevada. Esto originó un *boom* que, de acuerdo con lo previsto en la teoría, afectó sobre todo a las industrias de bienes de capital. Así, el precio de los títulos valores se cuadruplicó en la bolsa y, mientras que la producción de bienes de consumo corriente creció a lo largo del periodo en un 60 por ciento, la producción de bienes de consumo duradero, de hierro, de acero y de otros bienes de capital fijo aumentó en un 160 por ciento.⁹⁶

⁹⁴ F.A. Hayek, «The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis», cap. I de *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., pp. 5-32. Este artículo es un extracto de una versión en alemán mucho más amplia que se publicó en 1925 en *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik* (n.º 5, 1925, vols. I-III, pp. 25-63, y vols. IV-VI, pp. 254-317). Es importante recalcar que en la nota 4 de este artículo (pp. 27-28) se expone por primera vez el argumento esencial que, partiendo de Mises, Hayek desarrollaría más adelante con detalle en *Prices and Production*. Igualmente en la nota 12 de este artículo se encuentra la primera afirmación explícita de Hayek en favor de restablecer el 100 por cien de coeficiente de caja en los bancos, cuando concluye en la misma que: «The problem of the prevention of crises would have received a radical solution if the basic concept of Peel's Act had been consistently developed into the prescription of 100 percent gold cover for bank deposits as well as notes» (p. 29).

⁹⁵ F.A. Hayek, *Money, Capital and Fluctuations*, ob. cit., p. 17. La traducción al español es: «Cualquier aumento en el índice en un porcentaje determinado debe ser inmediatamente seguido de un aumento en la tasa de descuento o de otras restricciones en el crédito, mientras que una caída en el nivel general de precios debe dar lugar a una reducción en la tasa de descuento.»

⁹⁶ Es decir, en términos más populares, desde luego que existió durante el periodo una gran «inflación», pero se manifestó en el sector de los activos financieros y bienes de capital, no en el de los bienes de consumo (Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 154). Un apasionante relato de cómo se fue formando la política de la Reserva Federal americana de 1913 a 1930, junto con un análisis de la íntima cooperación que en aras de la expansión crediticia mantuvieron el que fue de facto gobernador de la Reserva Federal,

Otra ilustración adicional de la teoría austriaca del ciclo es que durante los años veinte los salarios sobre todo crecieron en las industrias de bienes de capital: en torno al 12 por ciento de aumento en términos reales en un periodo de ocho años, frente a una media de un 5 por ciento de crecimiento real para los salarios de las industrias de bienes de consumo. El crecimiento en determinadas industrias de bienes de capital fue incluso más alto, alcanzando el 22 por ciento en la industria química y el 25 por ciento en la industria del hierro y del acero.

Aparte de J.M. Keynes y de Irving Fisher, otro economista especialmente influyente a la hora de justificar la expansión crediticia con el objetivo supuestamente beneficioso de mantener inalterado el nivel general de precios fue Ralph Hawtrey, director de estudios financieros del Tesoro británico. De acuerdo con Hawtrey, «the American experiment in stabilization from 1922 to 1928 showed that early treatment could shake a tendency either to inflation or to depression in a few months, before any serious damage have been done. The American experiment was a great advance upon the practice of the 19th century.»⁹⁷

El *boom* que de entrada generó la política deliberada de expansión crediticia emprendida para mantener estable el nivel general de precios, junto con la falta del instrumental analítico necesario para comprender que se estaba fraguando una profunda depresión, hicieron que se siguiera adelante con esta política, que, como se sabe, inevitablemente terminó en un estrepitoso fracaso.⁹⁸

El advenimiento de la crisis sorprendió a los teóricos monetaristas (Fisher, Hawtrey, etc.) que, imbuidos de una concepción mecanicista de la teoría cuan-

Benjamin Strong, y el gobernador del Banco de Inglaterra, Montagu Norman, y que se materializaron en las importantes operaciones de mercado abierto de los años veinte que se emprendieron con la finalidad de inflar la oferta monetaria norteamericana para ayudar al Reino Unido en su autoprovocada situación de deflación, puede leerse en el artículo de Murray N. Rothbard, «The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years: 1913-1930», cap. IV de *Money in Crisis: The Federal Reserve, The Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), Pacific Institute, San Francisco 1984, pp. 89-136. Existe una traducción de este artículo publicada con el título de «La creación de la Reserva Federal de los Estados Unidos, como instrumento para restringir la competencia en la industria financiera: los primeros años 1913-1930», publicado en la revista *Reporte*, Centro de Estudios en Economía y Educación, n.º 22, verano de 1993, Monterrey, México, pp. 14-44.

⁹⁷ «El experimento americano de estabilización de 1922 a 1928 mostró que un tratamiento a tiempo podía parar una tendencia a la inflación o a la deflación en pocos meses y antes de que se hubieran producido daños graves, y supuso un gran avance respecto de la práctica del siglo XIX». Ralph G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, Longmans, Londres 1932, p. 300. Rothbard califica a Hawtrey como «one of the evil geniuses of the 1920s». M.N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 159. El error más grave de Fisher, Hawtrey y del resto de los teóricos «estabilizadores» es no comprender que la principal función del dinero es la de servir de vehículo para el ejercicio creativo de la función empresarial, al dejar abiertas cara al futuro todas las posibilidades creativas de la acción humana. Por eso la demanda de dinero y su poder adquisitivo nunca pueden dejar de variar. Como indica Mises, «with the real universe of action and unceasing change, with the economic system which cannot be rigid, neither neutrality of money nor stability of its purchasing power are compatible. A world of the kind which the necessary requirements of neutral and stable money presuppose would be a world without action» (*Human Action*, ob. cit., p. 419).

⁹⁸ De acuerdo con Phillips, McManus y Nelson, «the end result of what was probably the greatest price-level stabilization experiment in history proved to be, simply, the greatest depression». C.A. Phillips, T.C. McManus y R.W. Nelson, *Banking and the Business Cycle*, Macmillan, Nueva York 1937, p. 176.

titativa del dinero, pensaban que, una vez incrementada la oferta monetaria, su impacto sobre los precios se hacía estable e irreversible, siendo incapaces de distinguir cómo el incremento expansivo de los créditos afectaba a la estructura productiva y a los precios relativos de una manera muy desigual. Entre otras, destacan en esta época las manifestaciones del que quizá era el economista americano más famoso, el profesor Irving Fisher, el cual obstinadamente mantuvo la teoría de que la bolsa de valores había alcanzado un nivel (*high plateau*) por debajo del cual ya nunca volvería a caer. La crisis de 1929 le pilló por sorpresa, y prácticamente se arruinó en la misma.⁹⁹

El desastre en la bolsa de Nueva York se produjo por etapas. De 1926 a 1929 el índice de las cotizaciones se había más que duplicado, pasando de 100 a 216. El primer aviso tuvo lugar el jueves 24 de octubre de 1929, en el que hubo una oferta de 13 millones de acciones y una demanda casi nula, hundiéndose los precios. Los bancos intervinieron logrando parar momentáneamente la caída, produciéndose una rebaja de las cotizaciones situada entre 12 y 25 enteros. Aunque se pensó que en el fin de semana se pararía el pánico, el lunes 28 de octubre comenzó con un nuevo desastre que no fue posible frenar, ofreciéndose a la venta más de 9 millones de acciones y bajando la bolsa 49 enteros. El día más desastroso fue el martes 29 de octubre, en el que se ofrecieron 33 millones de títulos y de nuevo volvió a caer 49 enteros la bolsa.

A partir de ese momento se inicia la depresión, con las características que ya sabemos que son típicas del proceso. Más de 5.000 bancos quebraron o suspendieron pagos entre 1929 y 1932 (de entre un total de 24.000).¹⁰⁰ Además, se produjo una drástica contracción crediticia, disminuyendo la inversión privada bruta de más de 15.000 millones de dólares en 1929 a escasamente 1.000 en 1932, y alcanzándose un volumen de desempleo cuya cota más alta rozó el 27 por ciento de la población activa en el año 1933.

La duración y especial gravedad de la Gran Depresión del 29, que se extiende durante toda una década, sólo puede entenderse por los errores de política económica y monetaria cometidos especialmente por la Administración del presidente Hoover, que fue elegido en el año 1928, y después por el intervencionismo del demócrata Roosevelt. Prácticamente se tomaron todas las medidas más contraproducentes posibles para hacer más difícil la superación de los problemas y la llegada de la recuperación. En concreto, se forzó una política

⁹⁹ Concretamente, y como ya hemos indicado, el 17 de octubre de 1929 Fisher afirmó: «Stocks have reached what looks like a permanently high plateau.» Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, ob. cit., p. 210. Sobre la fortuna que hizo Fisher desarrollando una máquina de calcular, su incapacidad para explicar teóricamente los acontecimientos que vivió y para prever el *crash* bursátil en el que se arruinó, puede consultarse la biografía de Robert Loring Allen, *Irving Fisher: A Biography*, Blackwell, Oxford 1993. Todos estos graves errores de predicción de Fisher explican su desprestigio académico y popular y que su posterior teoría sobre las causas de la Gran Depresión no fuera tenida muy en cuenta. Véase Robert W. Dimand, «Irving Fisher and Modern Macroeconomics», *The American Economic Review*, vol. 87, n.º 2, mayo 1997, p. 444.

¹⁰⁰ Elmus Wicker, *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, Cambridge 1996 y 2005.

de mantenimiento artificial de los salarios, lo cual multiplicó el paro e imposibilitó el traslado de los recursos productivos y de la mano de obra desde unas industrias a otras. Otro gran error de política económica se cometió cuando el gasto público se disparó en el año 1931, creciendo del 16,4 por ciento al 21,5 por ciento del Producto Interior Bruto, produciéndose un déficit de 2.200 millones de dólares, y decidiéndose equilibrar el presupuesto incrementando los impuestos: el Impuesto sobre la Renta subió del 1,5-5 por ciento al 4-8 por ciento, eliminándose muchas deducciones y aumentándose los tipos marginales de gravamen para las rentas más altas. Igualmente, el Impuesto sobre las Sociedades se aumentó del 12 a casi el 14 por ciento, doblándose el impuesto sobre sucesiones y donaciones, cuyo tipo máximo quedó fijado en el 33,3 por ciento.

Además, la financiación de las obras públicas que se consideraron necesarias para suavizar los problemas de desempleo se efectuó mediante importantes emisiones de deuda pública que, en última instancia, absorbieron la escasa oferta de capital disponible, afectando gravemente al sector privado.

Todas estas perjudiciales políticas se continuaron y agravaron por el sucesor de Hoover, Franklin D. Roosevelt, que ganó las elecciones en 1932.¹⁰¹

Las recesiones económicas de finales de los setenta y de comienzos de los noventa

La característica más típica de los ciclos económicos posteriores a la Segunda Guerra Mundial es que han tenido su origen en políticas deliberadamente inflacionistas dirigidas y coordinadas por los bancos centrales. Así, bajo inspiración teórica keynesiana, durante las décadas siguientes al conflicto y hasta finales de los años sesenta, se consideró que mediante una política fiscal y monetaria «expansiva» podía evitarse el advenimiento de cualquier crisis. La dura realidad llegó con la grave recesión de los años setenta, recesión inflacionaria (*stagflation*) que echó por tierra y desprestigió teóricamente los postulados keynesianos. Es además precisamente a partir de los años setenta cuando, coincidiendo con el surgimiento de la recesión inflacionaria, comienzan a estudiarse y valorarse de nuevo las teorías económicas de la Escuela Austriaca, logrando Hayek el Premio Nobel de Economía en el año 1974, precisamente

¹⁰¹ Murray N. Rothbard concluye su análisis de la Gran Depresión de la siguiente forma: «Economic theory demonstrates that only governmental inflation can generate a boom-and-bust cycle, and that the depression will be prolonged and aggravated by inflationist and other interventionary measures. In contrast to the myth of *laissez-faire*, we have shown how government intervention generated the unsound boom of the 1920's, and how Hoover's new departure aggravated the Great Depression by massive measures of interference. The guilt for the Great Depression must, at long last, be lifted from the shoulders of the free market economy, and placed where it properly belongs: at the doors of politicians, bureaucrats, and the mass of 'enlightened' economists. And in any other depression, past or future, the story will be the same.» Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, ob. cit., p. 295. No nos hemos referido al lado europeo de la Gran Depresión, cuyo análisis puede encontrarse en el libro de Lionel Robbins *The Great Depression*, Macmillan, Londres y Nueva York 1934 (traducción española de José Antonio de Aguirre, Ediciones Aosta, Madrid 2018). Un buen relato de la crisis del sistema bancario austriaco (con una teoría subyacente que a veces deja mucho que desear) ha sido publicado por Aurel Schubert, *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge University Press, Cambridge 1991.

por sus estudios sobre la teoría del ciclo. En efecto, la crisis y recesión inflacionaria de los años setenta fue una «prueba de fuego» que los keynesianos no lograron superar, y supuso un gran espaldarazo para los teóricos de la Escuela Austriaca, que desde hacía tiempo la venían anunciando. El único aspecto en el que en un principio se equivocaron fue en cuanto a la duración del proceso inflacionario que, como reconoce Hayek, al no estar limitado por las exigencias del antiguo sistema de patrón-oro, pudo prolongarse mediante dosis adicionales de expansión crediticia a lo largo de dos decenios, hasta que apareció un fenómeno hasta entonces históricamente desconocido: una profunda depresión con altas cotas, simultáneamente, de inflación y de paro.¹⁰²

El estudio detallado de la crisis de finales de los setenta pertenece a la historia económica y en él no nos vamos a extender. Sólo queremos manifestar aquí que fue muy costoso el ajuste que fue preciso efectuar a nivel mundial. Y quizá, tras esta amarga experiencia, podría haberse exigido a los responsables financieros y económicos de Occidente que, una vez iniciada la etapa de recuperación, se tomaran las medidas de precaución necesarias para evitar otra futura expansión crediticia generalizada y, con ello, una futura depresión. Desafortunadamente, no fue así, y a pesar de todos los esfuerzos y costes que supuso la reestructuración y reajuste de las economías occidentales después de la crisis de finales de los setenta, en la segunda mitad de los años ochenta comenzó, de nuevo, una amplísima expansión crediticia que, iniciada en Estados Unidos, se extendió por Japón, Inglaterra y el resto del mundo. A pesar de los «avisos» dados por el mercado bursátil, entre los que destacó el colapso de la bolsa de Nueva York el «lunes negro» de 19 de octubre de 1987 (en el que el índice de la bolsa de Nueva York cayó un 22,6%), las autoridades monetarias reaccionaron nerviosamente inyectando nuevas dosis masivas de expansión crediticia para mantener el nivel alcanzado por los índices bursátiles.

¹⁰² Milton Friedman, en un artículo en el que analiza los datos de las crisis acaecidas de 1961 a 1987, dice que no encuentra una correlación entre el tamaño de una expansión y la posterior contracción y concluye que estos resultados «would cast grave doubt on those theories that see as the source of a deep depression the excesses of the prior expansion (the Mises cycle theory is a clear example)». Véase Milton Friedman, «The 'Plucking Model' of Business Fluctuations Revisited», *Economic Inquiry*, vol. XXX1, abril de 1993, pp. 171-177 (la cita está en la p. 172). Sin embargo, la interpretación que Friedman hace de los hechos y de su adaptación a la teoría austriaca no es correcta por los siguientes motivos: a) Friedman utiliza como indicador de la evolución del ciclo las magnitudes del PIB que, como ya sabemos, ocultan casi la mitad de la renta social bruta total, que recoge el valor de los productos intermedios y que es la que más oscila a lo largo del ciclo; b) la teoría austriaca del ciclo establece una correlación entre expansión crediticia consiguiente mala inversión y recesión y no entre la expansión económica y la recesión, ambas medidas por el PIB; c) el periodo de tiempo considerado por Friedman es muy corto (1961-1987) y durante el mismo toda señal de recesión fue seguida por enérgicas políticas expansivas que hicieron corta la posterior recesión, salvo en los dos casos que comentamos en el texto (crisis de finales de los setenta y de principios de los noventa) en que se entró en el callejón sin salida de la recesión inflacionaria. Agradezco a Mark Skousen que me haya proporcionado su abundante correspondencia privada con Milton Friedman sobre este tema. Véanse, además, las consideraciones de Roger W. Garrison (*Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, ob. cit., pp. 222-235) que demuestra cómo los datos empíricos presentados por Friedman son plenamente compatibles con la teoría austriaca del ciclo.

W.N. Butos, en un estudio empírico sobre la recesión de comienzos de los noventa,¹⁰³ ha puesto de manifiesto cómo, de 1983 a 1987, la tasa media de crecimiento anual de las reservas proporcionadas por la Reserva Federal al sistema bancario americano creció al 14,5 por ciento al año (es decir, de 25 mil millones de dólares en 1985 a más de 40 mil tres años después); esto generó una tremenda expansión crediticia y de la oferta monetaria que, a su vez, alimentó un importante *boom* bursátil y todo tipo de movimientos financieros especulativos. Además, la economía entró en una etapa de gran expansión con un importante alargamiento de las etapas de bienes de capital más alejadas del consumo y un incremento espectacular en la producción de bienes de consumo duradero, que se ha dado en llamar «etapa dorada de los años de Reagan y Thatcher», y que en gran parte se construyó sobre los cimientos de barro de la expansión crediticia.¹⁰⁴ Estos efectos son confirmados por otro estudio empírico debido a Arthur Middleton Hughes, que además estudia el impacto de la expansión crediticia y la recesión sobre diferentes sectores pertenecientes a distintas etapas de la estructura productiva (más y menos alejadas del consumo), confirmando su trabajo empírico de series temporales las conclusiones más importantes de nuestra teoría del ciclo.¹⁰⁵ Además, esta recesión vino acompañada de una importante crisis bancaria que en Estados Unidos se manifestó por la caída de varios bancos importantes y, sobre todo, por el derrumbamiento del sector de cooperativas de ahorro (*savings and loans associations*) cuyo análisis ha sido objeto de estudio en una profusa literatura.¹⁰⁶

De nuevo, esta recesión sorprendió a los teóricos de la escuela monetarista, que no se explican por qué haya podido ocurrir tal cosa.¹⁰⁷ Sin embargo, las

¹⁰³ W.N. Butos, «The Recession and Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective», en *Critical Review*, vol. VII, nn. 2-3, primavera y verano de 1993. Butos concluye que la teoría austriaca del ciclo económico es una buena explicación analítica para la expansión de la década de los ochenta y la siguiente crisis de los primeros años noventa. Otro interesante artículo que aplica la teoría austriaca a este ciclo económico es el de Roger W. Garrison, «The Roaring Twenties and the Bullish Eighties: The Role of Government in Boom and Bust», *Critical Review*, ob. cit., pp. 259-276. En España, el crecimiento de la oferta monetaria durante la segunda mitad de la década de los ochenta fue igualmente muy elevado, pasando de 30 a casi 60 billones de pesetas, desde 1986 a 1992, año en que se manifiesta la crisis en nuestro país con toda virulencia (Banco de España, *Boletín estadístico*, agosto de 1994, p. 17).

¹⁰⁴ La propia Thatcher, en su autobiografía, ha terminado reconociendo cómo todos los problemas económicos de su Administración surgieron cuando el dinero y el crédito se expandieron con demasiada rapidez y terminaron elevándose vertiginosamente los precios de los bienes de consumo. Margaret Thatcher, *Los años de Downing Street*, El País-Aguilar, Madrid 1993, pp. 565-566.

¹⁰⁵ Arthur Middleton Hughes, «The Recession of 1990: An Austrian Explanation», *The Review of Austrian Economics*, 10, n.º 1 (1997), pp. 107-123.

¹⁰⁶ Así, entre otros, Lawrence H. White, «What has been breaking U.S. banks?», en *Critical Review*, ob. cit., pp. 321-334, y Catherine England, «The Savings and Loans Debacle», en *Critical Review*, ob. cit., pp. 307-320. Entre nosotros, destaca el trabajo de Antonio Torrero Mañas, *La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de Estados Unidos*, Editorial Cívitas, Madrid 1993.

¹⁰⁷ En este sentido es muy ilustrativa la conclusión de Robert E. Hall, para el cual «established models are unhelpful in understanding this recession, and probably most

características típicas de la expansión, el advenimiento de la crisis y la posterior recesión responden todas ellas a lo previsto por la teoría austriaca del ciclo.

Quizá uno de los hechos diferenciadores más interesantes en este ciclo haya sido el importante papel que en el mismo ha jugado la economía japonesa. Ésta experimentó una gran expansión monetaria y crediticia, especialmente en los cuatro años que mediaron entre 1987 y 1991, expansión que afectó, como indica la teoría, básicamente a las industrias más alejadas del consumo. En efecto, aunque los precios de los bienes de consumo prácticamente sólo aumentaron entre un 0 y un 3 por ciento a cómputo anual durante este periodo, el precio de los activos fijos, y especialmente de la tierra y los inmuebles, de las acciones y de las obras de arte y joyería aumentó extraordinariamente, multiplicando en muchas veces su valor y entrando los respectivos mercados en un *boom* especulativo. La crisis empezó a partir del segundo trimestre de 1991, y continuó varios años, habiéndose puesto de manifiesto una generalizada mala inversión de los recursos productivos que hasta ahora era desconocida en Japón y que ha obligado a que la economía japonesa inicie un doloroso proceso global de reestructuración en el que sigue implicada en el momento de escribir estas líneas (1997).¹⁰⁸

En cuanto al efecto de esta crisis económica mundial en nuestro país, es preciso señalar que se dejó sentir con toda su virulencia en el año 1992, habiendo durado la recesión al menos cinco años. De nuevo, todas las características típicas de la expansión, crisis y recesión se dieron en nuestro más próximo entorno económico, quizá con la peculiaridad de que la expansión artificial fue aún

of its predecessors. There was no outside force that concentrated its effects over the few months in the late summer and fall of 1990, nor was there a coincidence of forces concentrated during that period. Rather, there seems to have been a cascading of negative responses during that time, perhaps set off by Irak's invasion of Kuwait and the resulting oil-price spike in August 1990.» Es desesperanzador que un autor de este prestigio esté tan despistado en cuanto al surgimiento y desarrollo de la crisis de los años noventa, y esta situación nos dice mucho respecto al lamentable estado de pobreza teórica y confusión de la macroeconomía. Robert E. Hall, «Macrotheory and the Recession of 1990-1991», *The American Economic Review*, mayo de 1993, pp. 275-279 (la cita viene en las pp. 278-279).

¹⁰⁸ El índice *Nikkei 225* de la Bolsa de Tokio se redujo de más de 30.000 yenes a comienzos de 1990 a menos de 15.000 yenes a finales de 1997, verificándose una serie de quiebras de bancos y casas bursátiles (como la del Hokkaido Takushoku, Sanyo y Yamaichi Securities y otras) que afectaron gravemente a la credibilidad del sistema financiero del país, que tardó mucho tiempo en restablecerse. Además las crisis bancarias y bursátiles japonesas contagiaron gravemente al resto de los mercados asiáticos (así destacan las quiebras del Peregrine Bank de Hong Kong, del Bangkok Bank of Commerce y del Bank Korea First, entre otros), y en el momento de escribir estas líneas (1997) amenazaban con extenderse al resto del mundo. Sobre la aplicación de la teoría austriaca a la recesión japonesa debe consultarse el interesante artículo de Yoshio Suzuki, presentado en la Reunión Regional de la Mont Pèlerin Society, que tuvo lugar del 25 al 30 de septiembre de 1994 en Cannes, Francia; así como las atinadas consideraciones de Hiroyuki Okon, *Austrian Economics Newsletter*, Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Alabama, invierno de 1997, pp. 6-7.

más exagerada como consecuencia de los efectos inducidos por la entrada de España en la Comunidad Económica Europea. Además, la recesión llegó en un contexto de sobrevaloración de la peseta, que tuvo que ser devaluada tres veces consecutivas a lo largo de un periodo de doce meses. La bolsa se vio muy afectada y se produjeron conocidas crisis de naturaleza financiera y bancaria, en un entorno de cultura especulativa y de enriquecimiento fácil del que tardamos mucho tiempo en recuperarnos. Y todavía hoy no se han tomado todas las medidas de flexibilización de la economía en general y del mercado laboral en particular que, junto con una política monetaria prudente y una disminución del gasto y déficit públicos, son imprescindibles para que nuestro país consolide cuanto antes un proceso de recuperación estable y sostenido.¹⁰⁹

Otros trabajos de contrastación empírica de la teoría austriaca del ciclo económico

Se han realizado múltiples trabajos de gran interés que dan un importante respaldo empírico a la teoría austriaca del ciclo económico. Y ello a pesar de las dificultades de contrastación de una teoría que, como ya sabemos, se basa en el impacto de la expansión crediticia sobre la estructura productiva y en la desigual manera en que tal expansión afecta a los precios relativos de los productos de las diferentes etapas de la producción. Estos procesos económicos son difícilmente contrastables en términos empíricos, sobre todo mientras se pretenda seguir utilizando las estadísticas recogidas por la Contabilidad Nacional, que eliminan de su cómputo la mayor parte del valor producido por todas las etapas intermedias del proceso productivo. Entre estos estudios empíricos destaca el efectuado por Charles E. Wainhouse.¹¹⁰ Wainhouse enuncia una lista de nueve proposiciones que se deducen de la teoría austriaca del ciclo y que contrasta empíricamente de manera separada.¹¹¹ Las principales conclusiones del trabajo de Wainhouse son

¹⁰⁹ No podemos referirnos aquí, con carácter adicional, al demoledor efecto que la crisis económica y bancaria ha tenido en los países subdesarrollados (por ejemplo Venezuela) y en las antiguas economías de socialismo real (Rusia, Albania, Letonia, Lituania, República Checa, Rumanía, etc.), que con gran ingenuidad y entusiasmo también se lanzaron por la senda de la expansión crediticia descontrolada. Así, y por vía de ejemplo, en Lituania a finales de 1995 se desató, tras un periodo de euforia, la crisis bancaria, que condujo al cierre de 16 de los 28 bancos existentes, a la súbita contracción del crédito, la disminución de inversiones y al paro y malestar popular. Lo mismo puede decirse del resto de los casos citados (muchos de ellos incluso de mayor gravedad). Véase, finalmente, lo indicado al final de la n. 24 de la p. 335, respecto de los ciclos posteriores más recientemente acaecidos.

¹¹⁰ Charles E. Wainhouse, «Empirical Evidence for Hayek's Theory of Economic Fluctuations», cap. II de *Money in Crisis: The Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Barry N. Siegel (ed.), ob. cit., pp. 37-71. Y también su «Hayek's Theory of the Trade Cycle: The Evidence from the Time Series» (Ph.D. dissertation, New York University, 1982). La metodología de Wainhouse es seguida con resultados semejantes por P. Le Roux y M. Lewin, «The Capital Structure of the Business Cycle: Some Tests of the Validity of the Austrian Business Cycle in South Africa», *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, 1998, vol. 22, n.º 3, pp. 91-109.

las siguientes: en primer lugar, la *primera* proposición que contrasta empíricamente es que los cambios en la oferta de ahorro voluntario son independientes de los cambios que se verifican en el crédito bancario. Wainhouse, utilizando series estadísticas que van de enero de 1959 a junio de 1981, encuentra que en todos los casos, con una sola excepción, la evidencia empírica confirma esta primera proposición. La *segunda* proposición de Wainhouse es que las modificaciones en la oferta de crédito dan lugar a cambios en el tipo de interés, estando unos y otros inversamente relacionados. También la evidencia empírica es muy grande en relación con la segunda proposición. La *tercera* proposición de Wainhouse es que los cambios en la tasa de concesión de créditos dan lugar a incrementos en el *output* de los bienes de producción, lo cual también considera que es respaldado por la evidencia empírica que analiza. Finalmente, en relación con las tres últimas proposiciones que ha contrastado empíricamente, a saber, que la relación entre el precio de los bienes de producción y los bienes de consumo subirá después de haberse iniciado la expansión crediticia, que el precio de los bienes más próximos al consumo final tiende a disminuir en relación con el precio de los bienes de producción en el proceso de expansión, y, por último, que en la etapa final de la expansión el precio de los bienes de consumo crecerá más rápidamente que el de los bienes de producción, revirtiendo, por tanto, la tendencia inicial, también considera que se ajustan, en términos generales, a los datos empíricos, por lo que Wainhouse concluye que éstos respaldan las proposiciones teóricas enunciadas por la Escuela Austriaca de Economía. Wainhouse ha dejado sin contrastar tres proposiciones adicionales, indicando que, por tanto, aún queda un campo abierto de gran interés para el trabajo de los econométricos en esta área.¹¹²

¹¹¹ Como indica Wainhouse: «Within the constellation of available tests of causality, Granger's notion of causality—to the extent that it requires neither the "true" model nor controllability—seems to offer the best prospects for practical implementation.» Charles Wainhouse, ob. cit., p. 55. Los trabajos de Granger a los que se refiere Wainhouse y en los que se basa su contrastación empírica de la teoría austriaca son los siguientes: C.W.J. Granger, «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods», *Econometrica*, 37, n.º 3, 1969, pp. 428 y ss., y también C.W.J. Granger, «Testing for Causality: A Personal Viewpoint», en *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, n.º 4, noviembre de 1980, pp. 330 y ss.

¹¹² Otro estudio empírico de interés centrado en los años de la Gran Depresión del 29 es el realizado por Frederick C. Mills en su obra *Prices in Recession and Recovery* (National Bureau of Economic Research, Nueva York 1936), en donde Mills comprueba empíricamente que la evolución de los precios relativos durante el periodo de crisis, recesión y recuperación que siguió al *crash* del 29 sigue muy de cerca el esquema previsto por la teoría austriaca del ciclo económico. En concreto, Mills concluye cómo durante la depresión «raw materials dropped precipitously; manufactured goods, customarily sluggish in their response to a downward pressure of values, lagged behind». Y en lo que se refiere a los bienes de consumo, éstos «fell less than did the average of all commodity prices». En cuanto a la recuperación de 1934-36, Mills señala que «the prices of industrial raw materials, together with relatively high prices of finished goods, put manufacturers in an advantageous position on the operating side». Mills, ob. cit., pp. 25-26, 96-97, 151, 157-158 y 222. Una buena evaluación de los trabajos de Mills puede encontrarse en Skousen, *The Structure of Production*, ob. cit., pp. 58-60.

Otro trabajo empírico de relevancia para la teoría austriaca del ciclo se lo debemos a Valerie Ramey, de la Universidad de California en San Diego.¹¹³ Ramey desarrolló un modelo intertemporal en el que se desagregan en diferentes etapas los inventarios correspondientes a los bienes de consumo, los bienes al por mayor, los bienes de equipo manufacturados y los productos intermedios manufacturados, llegando a la conclusión de que el precio de los inventarios es tanto más volátil conforme más se alejan los mismos de la etapa final de consumo. Los inventarios más próximos al consumo son los más estables y los que experimentan menos variación a lo largo del ciclo.

A una conclusión parecida llega Mark Skousen en su análisis de la evolución de los precios de los productos de tres etapas distintas de la producción: la de los productos terminados de consumo, la de los productos intermedios y la de los factores materiales de producción, poniendo de manifiesto, como ya mencionamos en la nota 21, que, así como en el periodo de 1976 a 1992 las etapas más alejadas del consumo vieron variar sus precios entre un -10 por ciento y un +30 por ciento, en el mismo periodo los productos intermedios variaron tan sólo entre un +14 por ciento y un -1 por ciento, y los bienes finales de consumo experimentaron una variación entre el +10 y el -2 por ciento.¹¹⁴ Además, el propio Mark Skousen ha calculado que en la crisis de comienzos de los noventa el Producto Social Bruto de Estados Unidos, incluyendo en su cómputo todos los productos de las etapas intermedias, se redujo entre un 10 y un 15 por ciento, y no en el porcentaje sensiblemente inferior (entre el 1 y el 2 por ciento) que indican las cifras tradicionales de la Contabilidad Nacional, que utilizan una magnitud que, como la del Producto Nacional Bruto, excluye de su cómputo todos los productos intermedios y, por tanto, exagera enormemente la importancia relativa que sobre el esfuerzo productivo nacional tiene el consumo final.¹¹⁵

¹¹³ V.A. Ramey, «Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, julio de 1989, pp. 338-354.

¹¹⁴ Mark Skousen, «I like Hayek: how I use his model as a forecasting tool», presentado a la reunión general de la Sociedad Mont Pèlerin que tuvo lugar desde el 25 al 30 de septiembre de 1994 en Cannes, Francia, pp. 10-11.

¹¹⁵ Otros trabajos empíricos también han puesto de manifiesto el carácter no neutral del crecimiento monetario y cómo su impacto es relativamente mayor en las industrias más capital-intensivas o que producen bienes de mayor duración. Véase, por ejemplo, Peter E. Kretzmer, «The Cross-Industry Effects of Unanticipated Money in an Equilibrium Business Cycle Model», *Journal of Monetary Economics*, marzo de 1989, n.º 23 (2), pp. 275-296; y Willem Thorbecke, «The Distributional Effects of Disinflationary Monetary Policy», Jerome Levy Economics Institute Working Paper n.º 144, George Mason University, 1995. Tyler Cowen, comentando estos y otros trabajos, concluye que «the literature on sectoral shifts presents some of the most promising evidence in favor of Austrian approaches to business cycles. The empirical case for monetary non-neutrality across sectors is relatively strong, and we even see evidence that monetary shocks have greater real effects on industries that produce highly durable goods.» Tyler Cowen, *Risk and Business Cycles: New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, Londres 1997, capítulo 5, p. 134. Por último debe consultarse a James P. Keeler, «Empirical Evidence on Austrian Business Cycle Theory», *The Review of Austrian Economics*, vol. 14, n.º 4, 2001, pp. 331-351; R. Mulligan, «An empirical Examination of Business Cycle Theory», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 9, n.º 2, 2006, pp. 69-93; P. Cwik, «Austrian Business Cycle Theory: A Corporate Finance Point of View», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. II, 2008, pp. 60-68; Edith Skriner, «Did Asset Prices

Esperamos que en el futuro estos interesantes estudios histórico-empíricos sobre la teoría austriaca del ciclo económico sigan realizándose con profusión y asiduidad, utilizando para ello los datos correspondientes a las tablas *input-output*, y permitiendo que la teoría austriaca sea utilizada para reformar la metodología de la Contabilidad Nacional, haciendo posible la recopilación de datos estadísticos sobre las variaciones de precios relativos que constituyen la esencia microeconómica del ciclo económico. Con la finalidad de simplificar y facilitar este tipo de investigaciones empíricas, en el Cuadro VI-1 se reproducen, de manera resumida y comparada, las distintas fases de los procesos de mercado que se ponen en funcionamiento, en primer lugar cuando se produce un aumento en el ahorro voluntario de la sociedad y, en segundo lugar, cuando se verifica por parte del sector bancario una expansión crediticia sin que la misma venga respaldada por un incremento previo del ahorro voluntario.

Conclusión

Parece sorprendente que después del análisis teórico efectuado y de la experiencia histórica acumulada, todavía sigan existiendo dudas respecto al carácter recesivo de las expansiones crediticias. Hemos visto cómo, con una gran regularidad, se repiten las etapas de auge, crisis y recesión, y hemos explicado de qué manera en ellas juega un papel protagonista la expansión crediticia iniciada por el sistema bancario. A pesar de ello, todavía una parte importante de los teóricos sigue obstinándose en negar que las crisis económicas respondan a una causa teórica subyacente. No se dan cuenta de que, en el propio análisis que efectúan (y no importa que éste sea keynesiano, monetarista, o de cualquier otra variante), están dando implícitamente por supuesto que los factores monetarios relacionados con el crédito juegan un papel protagonista. Y es que, sin ellos, no es posible comprender la expansión ni el *boom* inicial, la subida desproporcionada que siempre se produce de manera continuada en la bolsa de valores y, cuando llega la crisis, la inevitable contracción crediticia y recesión, que especialmente afecta a las industrias de bienes de capital.

Además, tendría que ser evidente que la repetición continuada de estos ciclos debe tener un origen *institucional*, que sea capaz de explicar por qué la economía (intervenida) de mercado de una manera endógena se comporta de esta forma. La causa se encuentra, como venimos argumentando desde el comienzo del capítulo I de este libro, en el privilegio concedido a los banqueros para que,

Cause the Current Crisis?, en Ó. Dejuan, E. Febrero y M.C. Marcuzzo (eds.), *The First Great Recession of the 21st Century: Competing Explanations*, Edward Elgar, Cheltenham, Inglaterra, 2011, pp. 146-159; Adrián Ravier y Peter Lewin, «The Subprime Crisis», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 15, n.º 1, primavera 2012, pp. 45-74; la exhaustiva revisión de la literatura empírica relevante en M.A. Alonso Neira, P. Bagus y A. Romero Ania, «Una ilustración empírica de la teoría austriaca del ciclo económico: el caso de Estados Unidos entre 1988 y 2010», *Investigación Económica*, 2013, LXXII, n.º 285, pp. 41-74; y también, Anthony M. Carilli y Gregory M. Dempster, «Is the Austrian business cycle still relevant?», *The Review of Austrian Economics*, vol. 21, n.º 4, diciembre 2008, pp. 271-281; y Francis Bismans y Christelle Mougeot «Austrian business cycle theory: Empirical Evidence», *The Review of Austrian Economics*, vol. 22, n.º 3, septiembre 2009, pp. 241-257.

en violación de los principios tradicionales del derecho, puedan prestar el dinero que se les deposita a la vista, ejerciendo, por tanto, su negocio con un coeficiente de reserva fraccionaria. Privilegio éste del que también se han aprovechado los gobiernos para obtener una financiación fácil en los momentos de apuro, y después, y a través de los bancos centrales, para garantizar una facilidad crediticia y liquidez inflacionaria que hasta ahora se consideraba que eran muy necesarias y favorables como estímulo para el desarrollo económico.

La «ley del silencio», a la que con carácter general se ha sometido a la teoría austriaca del ciclo económico, y el desconocimiento generalizado que el público tiene sobre el funcionamiento del sistema financiero son muy significativos. Parece como si ambos respondieran a una estrategia implícita de dejar las cosas como están, que tiene su posible razón de ser en el deseo de muchos teóricos de mantener una justificación para la intervención del gobierno en los mercados financieros y bancarios, juntamente con el temor reverencial que a la mayoría de la población le produce enfrentarse a la banca.¹¹⁶ Y ahora debemos concluir resaltando con Mises cómo «lo fundamental, para las explicaciones no monetarias del ciclo económico, es la reiterada aparición de las depresiones económicas. Los defensores de tales doctrinas son, sin embargo, incapaces de señalar, en su planteamiento de los sucesos económicos, factor alguno al que cupiera atribuir el origen y paternidad de esos tan misteriosos desórdenes. Recurren, en consecuencia, a cualquier arbitraria explicación que, como mejor pueden, hilvanan a sus tesis para darles la apariencia de auténticas explicaciones de los ciclos económicos. No sucede lo mismo con la teoría monetaria o del crédito circulatorio. Las modernas investigaciones han demostrado la inexactitud de cuantas teorías se basan en una supuesta condición neutra del dinero. Ha quedado evidenciado y fuera de toda duda la existencia en la economía de mercado de realidades inexplicables para todo pensamiento que no admita que el dinero goza de una fuerza impulsora propia. Ninguna explicación de índole no monetaria de los ciclos económicos puede dejar de admitir que el auge jamás puede aparecer si no se produce el correspondiente aumento de las existencias de dinero o de

¹¹⁶ No obstante lo anterior, afortunadamente se nota un cambio en la tendencia pues es creciente el número de artículos elaborados incluso por economistas del *mainstream* que están empezando a reconocer explícitamente, sobre todo tras la Gran Recesión de 2008, la relevancia única que tiene la Teoría Austriaca del Ciclo Económico para explicar los hechos económicos acaecidos, sin tener que recurrir a la tan manida «irracionalidad» de los mercados financieros. Véase por ejemplo: Borio, C. y Disyatat, P., «Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?», *BIS Working Papers*, Basilea 2011; Caballero, R. J., «Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense of Knowledge Syndrome», *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), 2010, pp. 85-102; Diamond, D.W. y Rajan, R.G., «Illiquidity and Interest Rate Policy», *NBER Working Paper Series* 15197, Cambridge 2009; Leijonhufvud, A., «Out of the corridor: Keynes and the crisis», *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 2009, pp. 741-757; Ohanian, L.E., «The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective», *Journal of Economic Perspectives*, 24(4), 2010, pp. 45-66; Jordà, O., Schularick, M. y Taylor, A.M., «Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons», *IMF Economic Review*, 59 (2), 2011, pp. 340-378; Calvo, G., «Puzzling over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance», Mayakawa Lecture at the Institute for Monetary and Economic Studies Conference, Bank of Japan, 29-30 de mayo de 2013, Tokio; y N. Cachanosky y A.W. Salter, «The View from Vienna: An Analysis of the Renewed Interest in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle», *The Review of Austrian Economics* (30), n.º 2, junio 2017, pp. 169-192.

CUADRO VI-1

RESUMEN DE FASES	
(1)	(2)
Aumento del Ahorro Voluntario.	Expansión Crediticia (sin aumento del ahorro).
<p>F1 * Disminuye el ritmo del consumo. Los precios de los bienes de consumo bajan.</p> <p>F2 * Disminuyen los beneficios contables en el sector de consumo.</p> <p>F2 * Tienden a subir en términos reales los salarios (mismo importe nominal con precios de bienes de consumo más bajos).</p> <p>F2 * «Efecto Ricardo»: se sustituyen trabajadores por equipo capital.</p> <p>F2 * Se reduce el tipo de interés (resultado del aumento del ahorro). Sube la bolsa moderadamente.</p> <p>F2 * Aumenta el precio de los bienes de capital (resultado del aumento de su demanda —Efecto Ricardo— y de la reducción del tipo de interés).</p> <p>F3 * Se incrementa la producción de bienes de capital.</p> <p>F3 * Se despiden trabajadores en el sector del consumo y se contratan en las industrias de bienes de capital.</p> <p>F4 * Se alarga de forma permanente la estructura productiva.</p> <p>F5 * La producción de bienes y servicios de consumo aumenta mucho, su precio se reduce (más oferta con menor demanda monetaria). Aumentan los salarios y la renta nacional en términos reales de forma permanente.</p>	<p>F1 * No disminuye el consumo.</p> <p>F1 * La banca concede masivamente nuevos préstamos y se reduce el tipo de interés.</p> <p>F2 * Sube el precio de los bienes de capital.</p> <p>F2 * Sube la bolsa.</p> <p>F2 * Se alarga artificialmente la estructura productiva.</p> <p>F2 * Aparecen importantes beneficios contables en el sector de bienes de capital.</p> <p>F3 * El sector de bienes de capital demanda más trabajadores.</p> <p>F3 * Suben los salarios de los trabajadores.</p> <p>F3 * Se generaliza el boom expansivo y bursátil. Especulación desenfadada.</p> <p>F4 * Comienza a crecer la demanda monetaria de bienes de consumo (mayores rentas salariales y empresariales se dedican al consumo).</p> <p>F4 * En algún momento se detiene el ritmo de crecimiento de la expansión crediticia: sube el tipo de interés. Cae la bolsa (<i>crash</i>).</p> <p>F4 * Los precios de los bienes de consumo comienzan a crecer en términos relativos más que los salarios.</p> <p>F4 * El sector del consumo experimenta beneficios contables (aumenta su demanda).</p> <p>(Continúa en la página siguiente)</p>

(2)

Expansión Crediticia
(sin aumento del ahorro).
(continuación)

Depresión	F4 *	Bajan los salarios reales «Efecto Ricardo»: se sustituye equipo capital por trabajadores.
	F5 *	El sector de bienes de capital experimenta grandes pérdidas contables (disminuye su demanda —Efecto Ricardo— y aumentan sus costes, el tipo de interés y las materias primas suben).
	F5 *	Se despiden trabajadores de las industrias de bienes de capital.
	F5 *	Se liquidan los proyectos de inversión erróneos: quiebras y suspensiones de pagos. Pesimismo generalizado.
	F5 *	Aumenta la morosidad bancaria: los bancos marginalmente menos solventes tienen graves problemas. Contracción crediticia.
	F5 *	Los trabajadores vuelven a ocuparse en etapas próximas al consumo.
	F5 *	Hay consumo de capital, y la estructura productiva se acorta.
	F5 *	Se produce un ritmo menor de bienes y servicios de consumo.
	F5 *	Los precios relativos de los bienes de consumo crecen aún más (menos oferta y más demanda monetaria).
	F5 *	La renta nacional y los salarios disminuyen en términos reales.
Recuperación	F6 *	Producido el reajuste, puede venir la recuperación si aumenta el ahorro voluntario. Ver columna (1). O puede comenzar de nuevo otra expansión crediticia. Ver columna (2).

medios fiduciarios. El fanatismo con que los defensores de las aludidas doctrinas no monetarias se oponen a reconocer su error viene, desde luego, dictado por consideraciones políticas. Los intervencionistas tienen interés en demostrar que la economía de mercado es por sí sola incapaz de eludir las reiteradas depresiones. Les importa sobremanera impugnar la teoría del crédito circulatorio, toda vez que el dirigismo dinerario y crediticio es el arma principal con que los actuales gobernantes anticapitalistas cuentan para imponer la omnipotencia estatal.»¹¹⁷

Observaciones al Cuadro VI-1:

1. Todas las referencias a «aumentos» y «disminuciones» de precios han de entenderse que se refieren a precios *relativos*, y no a precios nominales ni a magnitudes absolutas. De manera que cuando se menciona, por ejemplo, un «aumento de los precios» de los bienes de consumo, se quiere indicar que los mismos varían en una dirección tal que, en términos relativos, aumentan respecto del precio de los bienes de producción.
2. Es fácil introducir las modificaciones necesarias en las fases de los procesos teóricos resumidos en el Cuadro para incluir las peculiaridades históricas de cada ciclo. Así, en el caso del aumento del ahorro voluntario, si además se produce un incremento del atesoramiento o demanda de dinero, las fases serán las mismas, salvo que se producirá una disminución nominal en el precio de los bienes de consumo mayor, y un aumento del precio nominal de los factores de producción más bajo. No obstante, todas las relaciones entre precios relativos se mantienen tal y como se indica en el Cuadro. En el caso de la expansión crediticia, si se parte de la existencia de «capacidad ociosa», al principio no subirá nominalmente tanto el precio de los factores productivos y bienes de capital, si bien el resto de las fases se sucederían como hemos señalado, superponiéndose unas malas inversiones a otras.
3. Aun cuando el carácter sucesivo de las fases lo hemos querido indicar como el número que sigue a la letra «F», en ciertas ocasiones la numeración y clasificación de una fase como correspondiendo a un grupo u otro es relativamente arbitraria, dependiendo de cada situación histórica concreta el que las fases se desarrollen, o no, más o menos simultáneamente.
4. Como sabemos, en la vida real el proceso podría detenerse indefinidamente en cualquiera de las fases, si es que la intervención de los gobiernos hace que los mercados sean muy rígidos, y concretamente si se manipulan con éxito los precios de los bienes intermedios, los salarios o la legislación laboral. Además, un incremento progresivo de la expansión crediticia puede retrasar la llegada de la crisis, a costa de hacerla mucho más profunda y dolorosa cuando inevitablemente se desencadene.

¹¹⁷ Ludwig von Mises, «Fallacies of the Nonmonetary Explanations of the Trade Cycle», en *Human Action*, ob. cit., pp. 580-582. La traducción al español en el texto es una adaptación de la efectuada por Joaquín Reig Albiol, recogida en la décimo quinta edición española publicada por Unión Editorial, Madrid 2023, pp. 687-688.