

# RECESIONES ECONÓMICAS, REFORMA BANCARIA Y EL FUTURO DEL CAPITALISMO\*

JESÚS HUERTA DE SOTO

Es para mí un gran honor haber sido invitado por la London School of Economics para pronunciar esta conferencia en memoria de Hayek. Para empezar, me gustaría dar las gracias a la escuela y especialmente al Profesor Timothy Besley por invitarme, al Profesor Philip Booth y al Institute of Economic Affairs por darme también la oportunidad de presentar mi más reciente libro en inglés, titulado *Socialism, Economic Calculation and Entrepreneurship* y finalmente a Toby Baxendale por hacer posible todo este acontecimiento.

Hoy me concentraré en la reciente crisis financiera y la actual recesión económica mundial, que considero el mayor problema que ahora debemos afrontar como economistas.

## I

### EL ERROR FATAL DE LA LEY DE BANCOS DE PEEL

Me gustaría empezar destacando la siguiente idea esencial: todos los problemas financieros y económicos con los que luchamos hoy son el resultado, de una u otra manera, de algo que ocurrió precisamente en este país el 19 de julio de 1844. ¿Qué ocurrió en ese desgraciado día que ha condicionado hasta el presente la evolución financiera y económica del mundo entero? En esa fecha se aprobó la ley de bancos de Peel después de años de debate

---

\* Versión publicada por primera vez en español, de la «Hayek Memorial Lecture» pronunciada en el Sheikh Zayed Theatre de la London School of Economics el 28 de octubre de 2010, en Londres, por Jesús Huerta de Soto, Catedrático de Economía Política, Universidad Rey Juan Carlos.

entre los teóricos de la Banking School y la Currency School acerca de las verdaderas causas de los auges económicos artificiales y las subsiguientes crisis financieras que habían venido afectando a Inglaterra, especialmente desde el inicio de la Revolución Industrial.

La Bank Charter Act de 1844 incorporaba con éxito las sólidas ideas teóricas monetarias de la Currency School. Esta escuela fue capaz de distinguir correctamente que el origen de los ciclos de auge y declive reside en las expansiones artificiales del crédito orquestadas por bancos privados y no financiadas por ahorros previos o genuinos de los ciudadanos, sino a través de enormes dosis de medios fiduciarios (en aquellos tiempos, principalmente billetes en papel o certificados de depósitos a la vista emitidos por bancos por una cantidad mucho mayor que el oro depositado originalmente en sus arcas). Así que el requisito establecido en la ley de bancos de Peel de mantener una reserva del 100% en oro sobre los billetes emitidos no solo estaba completamente de acuerdo con los más elementales principios generales del derecho romano respecto de la necesidad de impedir la falsificación o la sobreemisión de certificados de depósito, sino que asimismo fue un primer y positivo paso en la dirección correcta para evitar los inacabables ciclos recurrentes de auges y depresiones.

Sin embargo, la ley de bancos de Peel, a pesar de las buenas intenciones que incluía y sus sólidas bases teóricas, fue un enorme fracaso. ¿Por qué? Porque olvidó extender el requisito de la reserva del 100% también para los depósitos a la vista (Mises 1980, pp. 446-448). Por desgracia, en tiempos de Peel, se habían olvidado completamente algunas ideas aportadas por los escolásticos del siglo de oro español. Los escolásticos habían descubierto, al menos 300 años antes, que los depósitos a la vista (a los que llamaban en latín *chirographis pecuniarium*, o dinero creado solo por apuntes en la contabilidad de los bancos) eran parte de la oferta monetaria (Huerta de Soto 2009, p. 606). También se dieron cuenta de que, desde un punto de vista legal, no mantener una reserva del 100% en los depósitos a la vista es un pecado mortal y un delito, no de falsificación, como en el caso de la sobreemisión de billetes, sino de apropiación indebida.

El error de la ley de bancos de Peel, o más bien de la mayoría de los economistas de ese periodo, que ignoraban algo ya descubierto mucho antes por los escolásticos españoles, resultó ser un error fatal: después de 1844, los banqueros continuaron manteniendo reservas fraccionarias, no en billetes, por supuesto, porque estaba prohibido por la Bank Charter Act, sino en depósitos a la vista. En otras palabras, los bancos redirigieron su actividad de la sobreemisión de billetes a la emisión de depósitos a la vista no respaldados por una reserva del 100%, lo que desde un punto de vista económico es exactamente el mismo negocio.

Así que las expansiones artificiales del crédito y los auges económicos continuaron, no se evitaron las crisis financieras y recesiones económicas y a pesar de todas las esperanzas y buenas intenciones depositadas originalmente en la ley de bancos de Peel, esta pieza legislativa pronto perdió toda su credibilidad y apoyo popular. No solo eso, sino que el fracaso de la ley de bancos condicionó la evolución de los asuntos financieros hasta el día de hoy y explica completamente el defectuoso diseño institucional que aflige al sistema financiero y monetario de las llamadas economías de mercado y las terribles consecuencias económicas que estamos sufriendo actualmente.

Cuando consideramos el fracaso de la ley de bancos de Peel, la evolución de los acontecimientos hasta hoy tiene perfecto sentido: continuaron formándose burbujas, no se evitaron crisis y recesiones económicas, se reclamaron constantemente rescates bancarios, se creó un prestamista de último recurso o banco central precisamente para rescatar bancos y permitir la creación de la liquidez necesaria en momentos de crisis, se abandonó el oro y se introdujeron las leyes de curso legal y un sistema monetario puramente fiduciario en todo el mundo. ¡Así que, como podemos ver, el resultado de este proceso histórico arroja luz sobre el defectuoso diseño institucional y el caos financiero que increíblemente sigue afectando al mundo al principio de la segunda década del siglo XXI!

## II

EL SANO PROCESO DE LA ACUMULACIÓN DE CAPITAL  
BASADA EN AHORRO REAL

Ahora es importante que revisemos rápidamente los detalles de los procesos económicos a través de los que las expansiones artificiales del crédito creadas por un sistema de banca de reserva fraccionaria bajo la dirección de un banco central distorsionan completamente la estructura productiva real y generan así burbujas, inducen inversiones insostenibles y finalmente generan una crisis financiera y una profunda recesión económica. Pero antes de ello, en honor a Hayek, debemos recordar los rudimentos fundamentales de la teoría del capital, que hasta el día de hoy (y al menos desde la revolución keynesiana) ha estado casi completamente ausente de los programas de la mayoría de los cursos universitarios de teoría económica. En otras palabras, vamos a explicar primero los procesos empresariales concretos, espontáneos y microeconómicos que en un mercado no intervenido tienden a invertir correctamente todos los fondos previamente ahorrados por los agentes económicos. Es importante porque solo este conocimiento nos permitirá entender las enormes diferencias con respecto a lo que ocurre si la inversión es financiada, no con ahorro real, sino con la mera creación de la nada de nuevos depósito a la vista, que solo se materializan en los apuntes contables de los bancos.

Lo que vamos a explicar ahora no es ni más ni menos que por qué la llamada paradoja del ahorro es completamente incorrecta desde el punto de vista de la teoría económica (Hayek 1975, pp. 199-263). Por desgracia, esto es algo que pocos estudiantes de teoría económica conocen incluso al acabar sus estudios y dejar la universidad. Sin embargo, este conocimiento se refiere sin duda a uno de los más importantes procesos espontáneos del mercado con los que todo economista debería estar familiarizado.

Para poder entender lo que sigue, debemos visualizar la estructura productiva real del mercado como un proceso temporal compuesto de muchas etapas temporales muy complejas en la que la mayoría de la mano de obra, bienes de capital y recursos productivos no están dedicados a producir bienes de consumo que estén listos este año, sino bienes y servicios de consumo que

madurarán y acabarán siendo demandados por los consumidores dos, tres, cuatro o incluso más años a partir de ahora. Por ejemplo, pasa un periodo de varios años desde el momento en que los ingenieros empiezan a imaginar y diseñar un nuevo coche y el tiempo en que el mineral de hierro se ha recogido y convertido en acero, se han fabricado las diferentes partes del coche, se ha ensamblado todo en la fábrica de automóviles y se distribuyen, publicitan y venden los nuevos coches.

Este periodo comprende una serie muy compleja de sucesivas etapas productivas temporales. Así que ¿qué pasa si la preferencial temporal subjetiva de los agentes económicos disminuye de repente y consiguientemente disminuye el consumo actual de este año, por ejemplo, un 10%? Si ocurre esto, se desencadenan tres procesos microeconómicos espontáneos que tienden a garantizar la inversión correcta de los bienes de consumo recién ahorrados.

El *primer efecto* es la nueva disparidad de beneficios entre las distintas etapas productivas: caerán las ventas inmediatas en sectores actuales de bienes de consumo y disminuirán y se estancarán sus beneficios en comparación con los de otros sectores más lejanos en el tiempo respecto del consumo actual. Me refiero a sectores que produzcan bienes de consumo que maduren dos, tres, cinco o más años a partir de ahora, no viéndose afectada su rentabilidad por la evolución negativa del consumo actual a corto plazo.

Los beneficios empresariales son la señal clave que impulsa a los empresarios en sus decisiones de inversión y el comportamiento relativamente mejor de los beneficios de las industrias de bienes de capital, que ayudan a producir bienes de consumo que madurarán a largo plazo, dice a los empresarios de toda la estructura productiva que deben redirigir sus esfuerzos e inversiones de las industrias menos rentables más cercanas al consumo a las más rentables industrias de bienes de capital situadas más alejados del consumo en el tiempo.

El *segundo efecto* del nuevo aumento en los ahorros es la disminución del tipo de interés y la forma en que influye en el precio de mercado de los bienes de capital más alejados del consumo en el tiempo: como el tipo de interés se usa para descontar el valor presente de los rendimientos esperados en el futuro de cada bien de capital, una disminución en el tipo de interés aumenta el

precio de mercado de los bienes de capital y este aumento en el precio es mayor cuanto más tarde el bien de capital en alcanzar la madurez como bien de consumo. Este aumento significativo en los precios de mercado de los bienes de capital comparado con los precios relativamente más bajos de los bienes de consumo menos demandados (debido al aumento en los ahorros) es un poderoso segundo efecto microeconómico que señala a todo el mercado que los empresarios deben redirigir sus esfuerzos e invertir menos en industrias de bienes de consumo y más en industrias de bienes de capital más alejadas del consumo.

Finalmente, *y tercero*, deberíamos mencionar el que Hayek llamaba el «efecto Ricardo» (Hayek 1948, pp. 220-254; 1978, pp. 165-178), que se refiere al impacto en los salarios reales de cualquier aumento en los ahorros: siempre que aumentan los ahorros, las ventas y los precios de mercado de los bienes de consumo inmediato se estacan o incluso disminuyen relativamente, lo que supone, a igualdad de salarios nominales, un aumento de los salarios reales, que indica a los empresarios que deben sustituir mano de obra por equipo capital.

Lo que explica el efecto Ricardo es que es perfectamente posible obtener beneficios incluso cuando bajan las ventas (de bienes de consumo) si los costes bajan aún más mediante el reemplazo de la mano de obra, que se ha vuelto más cara, con máquinas y computadoras, por ejemplo. ¿Quién fabrica estas máquinas, computadoras y bienes de capital que se demandan ahora? Precisamente los trabajadores que han sido despedidos por las industrias estancadas de bienes de consumo y se han reubicado en las industrias de bienes de capital más alejadas, donde hay nueva demanda para producir los bienes de capital hora más demandados.

Este tercer efecto, el efecto Ricardo, junto con los otros dos antes mencionados, promueve un proceso productivo más largo con más etapas, que están más alejadas del consumo actual. Y esta nueva estructura productiva más intensiva en capital es plenamente sostenible, ya que está completamente respaldada por ahorros previos, genuinos y reales. Además, aumentará significativamente en el futuro la producción final de bienes de consumo y la renta real de todos los agentes económicos. Estos tres efectos combinados trabajan en la misma dirección, son las enseñanzas

más elementales de la teoría del capital y explican la tendencia secular del libre mercado no intervenido a invertir correctamente los nuevos ahorros y promover constantemente la acumulación de capital y el correspondiente aumento sostenible en el bienestar y el desarrollo económico.

### III LA NATURALEZA DE LAS BURBUJAS INDUCIDAS POR LA BANCA DE RESERVA FRACCIONARIA

Ahora estamos en disposición de entender cabalmente, contrastando con el proceso anterior de sana acumulación de capital, qué ocurre si las inversiones no se financian por genuinos ahorros previos, sino por un proceso de expansión artificial del crédito, orquestada por los bancos de reserva fraccionaria y dirigida por el prestamista de último recurso o banco central.

La expansión unilateral del crédito significa que los bancos proporcionan nuevos préstamos y los recogen en el lado del activo de sus balances, contra nuevos depósitos a la vista que se crean de la nada como colateral para los nuevos préstamos y que se registran automáticamente en el lado del pasivo de los balances de los bancos. Así que se crea constantemente nuevo dinero, o debería decir nuevo «dinero virtual» porque solo se «materializa» en apuntes contables del banco, a través de este proceso de expansión artificial del crédito. Y en realidad solo alrededor del 10% de la oferta monetaria de las economías más importantes está en forma de efectivo (billetes y monedas), mientras que el 90% restante de la oferta monetaria es este tipo de dinero virtual que solo existe como apuntes en la contabilidad de los bancos. (Esto es precisamente lo que los ecolásticos españoles llamaban, hace más de 400 años, *chirographis pecuniarum*, dinero que solo existe en una partida contable).

Es fácil de entender por qué las expansiones del crédito son tan tentadoras y populares y la forma en que corrompen completamente el comportamiento de los agentes económicos y desmoralizan profundamente la sociedad a todos los niveles. Para empezar, los empresarios normalmente están muy contentos con las

expansiones del crédito, porque hace que parezca como si cualquier proyecto de inversión, no importa lo descabellado que pareciera en otra situación, pudiera obtener fácilmente financiación a tipos de interés muy bajos. El dinero creado a través de las expansiones del crédito lo usan los empresarios para demandar factores de producción, que emplean principalmente en las industrias de bienes de capital más distantes del consumo.

Como el proceso no lo ha provocado un aumento en los ahorros, no se liberan recursos productivos de las industrias de consumo y los precios de las materias primas, factores de producción, bienes de capital y títulos que los representan en los mercados bursátiles tienden a crecer sustancialmente y a crear una burbuja en el mercado. Todos están felices, especialmente porque parece que es posible aumentar nuestra riqueza muy fácilmente sin ningún sacrificio en forma de ahorro previo y trabajo individual duro y honrado.

El llamado «círculo virtuoso» de la nueva economía, en el que las recesiones parecen haberse evitado para siempre, engaña a todos los agentes económicos: los inversores están muy contentos viendo las cotizaciones del mercado de valores que crecen día a día, las industrias de bienes de consumo son capaces de vender todo lo que llevan al mercado a precios cada vez más altos, los restaurantes están siempre llenos con largas listas de espera para conseguir una mesa, los trabajadores y sindicatos ven cómo los empresarios reclaman desesperadamente sus servicios en un entorno de pleno empleo, aumentos salariales e inmigración, los líderes políticos se benefician de lo que parece ser un clima económico y social excepcionalmente bueno que invariablemente venden al electorado como resultado de su liderazgo y sus buenas políticas económicas, los burócratas del presupuesto público se asombran al descubrir que cada año aumentan los ingresos públicos en dobles dígitos, particularmente los rendimientos de los impuestos sobre el valor añadido, que, aunque acaban siendo pagados por el consumidor, los adelantan los empresarios de esas etapas tempranas recién creadas y artificialmente financiadas por la expansión del crédito.

Pero ahora podemos preguntarnos: ¿cuánto puede durar esta fiesta? ¿Durante cuánto tiempo puede continuar habiendo una

enorme descoordinación entre el comportamiento de los consumidores (que no desean aumentar sus ahorros) y el de los inversores (que aumentan constantemente sus inversiones financiadas por la creación artificial de dinero virtual de los bancos y no de los previos ahorros genuinos de los ciudadanos)? ¿Cuánto puede durar esta ilusión de que todos pueden obtener lo que quieran sin ningún sacrificio?

El mercado no intervenido es un proceso muy eficiente dinámicamente (Huerta de Soto 2010a, pp. 1-30). Más pronto o más tarde inevitablemente descubre (y trata de corregir) los enormes errores cometidos. Siempre se producen seis reacciones microeconómicas espontáneas para detener y revertir los efectos negativos de los años de burbuja financiados por la expansión artificial del crédito bancario.

#### IV LA REACCIÓN ESPONTÁNEA DEL MERCADO CONTRA LOS EFECTOS DE LAS EXPANSIONES DEL CRÉDITO

En mi libro sobre *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (Huerta de Soto 2009, pp. 361-384), estudio en detalle las seis causas microeconómicas espontáneas e inevitables que revierten el auge artificial que la agresión de la expansión del crédito bancario provoca inevitablemente en el mercado. Resumamos brevemente estos seis factores:

1. *El aumento en el precio de los medios originales de producción* (principalmente trabajo, recursos naturales y materias primas). Este factor aparece cuando estos recursos no han sido liberados de las industrias de bienes de consumo (porque los ahorros no han aumentado) y los empresarios de las distintas etapas en el proceso de producción compiten entre sí para demandar los medios originales de producción con los créditos recién creados que han recibido del sistema bancario.
2. *El consiguiente aumento en el precio de los bienes de consumo a un ritmo aún más rápido que el de los precios de los factores de producción.*

Esto ocurre cuando la preferencia temporal permanece estable y el nuevo dinero creado por los bancos llega a los bolsillos de los consumidores en un entorno en que los empresarios tratan frenéticamente de producir más para el consumo distante y menos para el consumo inmediato de todo tipo de bienes. También esto explica el tercer factor, que es:

3. *El sustancial aumento relativo en los beneficios contables de las empresas más cercanas al consumo final*, especialmente comparados con los beneficios de las industrias de bienes de capital, que empiezan a estancarse cuando sus costes aumentan más rápidamente que su facturación.
4. *El efecto Ricardo* que ejerce un impacto que es exactamente el opuesto al que ejercía cuando había un aumento en el ahorro voluntario. Ahora el aumento relativo en los precios de los bienes de consumo (o de la facturación de las industrias de consumo en un entorno de aumento de productividad con respecto al aumento en la renta del factor original) empieza a empujar a la baja los salarios reales, haciendo que los emprendedores sustituyan con mano de obra más barata la maquinaria, lo que rebaja la demanda de bienes de capital y reduce aún más los beneficios de las empresas que operan en las etapas más alejadas del consumo.
5. *El aumento en el tipo de interés de los préstamos incluso excediendo los niveles previos a la expansión del crédito*. Esto ocurre cuando el ritmo de la expansión del crédito deja de acelerarse, algo que siempre ocurre antes o después. Los tipos de interés aumentan significativamente debido al menor poder adquisitivo y a las primas de riesgo demandadas por los prestamistas. Además, los empresarios implicados en malas inversiones empiezan una «lucha a muerte» por obtener financiación adicional para tratar de completar sus alocados proyectos de inversión (Hayek 1937).

Estos cinco factores provocan el siguiente sexto efecto combinado:

6. *Las empresas que operan en las etapas relativamente más distantes al consumo empiezan a descubrir que están incurriendo en grandes*

*pérdidas contables*. Estas pérdidas contables, cuando se comparan con los beneficios relativos generados en las etapas más cercanas al consumo, revelan finalmente más allá de cualquier duda que se han cometido serios errores empresariales y que hay una necesidad urgente de corregirlos paralizando y liquidando los proyectos de inversión iniciados erróneamente durante los años de auge.

La *crisis financiera* empieza en el momento en que el mercado, que como he dicho es muy eficiente dinámicamente (Huerta de Soto 2010a, pp. 1-30), descubre que el valor real de mercado de los préstamos otorgados por los bancos durante el auge es solo una fracción de lo que se pensaba originariamente. En otras palabras, el mercado descubre que el valor de los activos bancarios es mucho menor de lo que se pensaba previamente, y como el pasivo del banco (que son los depósitos creados durante el auge) permanece constante, descubre que los bancos están en realidad quebrados y si no fuera por la acción desesperada del prestamista de último recurso para rescatar a los bancos, todo el sistema financiero y monetario se derrumbaría. En cualquier caso, es importante entender que la crisis financiera y bancaria *no es* la causa de la recesión económica, sino uno de sus primeros síntomas más importantes.

Las recesiones económicas empiezan cuando el mercado descubre que muchos proyectos de inversión iniciados durante los años de auge no son rentables. Y por tanto los consumidores reclaman la liquidación de estas malas inversiones (que, se descubre ahora, se preveía que madurarán en un futuro demasiado distante considerando los verdaderos deseos de los consumidores). La recesión marca el inicio del doloroso reajuste de la estructura productiva, que consiste en despedir recursos productivos de las etapas más alejadas del consumo y transferirlos de vuelta a las más cercanas a éste.

Tanto la crisis financiera como la recesión económica son siempre inevitables una vez que ha empezado la expansión del crédito, porque el mercado descubre antes o después que los proyectos financiados por bancos durante el auge eran demasiado ambiciosos debido a la falta de los recursos realmente ahorrados que

serían necesarios para completarlos. En otras palabras, la expansión del crédito bancario durante el periodo de auge anima a los empresarios a actuar como si los ahorros hubieran aumentado cuando en realidad no es el caso.

Se ha cometido un error generalizado de cálculo económico y antes o después el mercado lo descubrirá y corregirá. De hecho, toda la teoría hayekiana de los ciclos económicos es un caso particular del teorema de la imposibilidad del cálculo económico bajo el socialismo descubierta por Ludwig von Mises, que es también totalmente aplicable al actual sistema bancario erróneamente diseñado y altamente regulado.

## V LAS CARACTERÍSTICAS CONCRETAS DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 Y LA ACTUAL RECESIÓN ECONÓMICA

El ciclo expansionista que se acaba de cerrar se puso en marcha cuando la economía estadounidense superó su recesión en 2001 y la Reserva Federal inició de nuevo a una gran expansión artificial del crédito y la inversión: una expansión no respaldada por un incremento paralelo en el ahorro familiar voluntario. De hecho, durante varios años la oferta monetaria en forma de billetes y depósitos ha estado creciendo a un ritmo medio del 10% anual (lo que significa que cada siete años el volumen total del dinero circulando en el mundo se ha doblado).

Los medios de intercambio originados en esta severa inflación fiduciaria se han colocado en el mercado por parte del sistema bancario como préstamos recién creados otorgados a tipos de interés extremadamente bajos (e incluso negativos en términos reales). Esto alimentó una burbuja especulativa en forma de un aumento sustancial en los precios de los bienes de capital, activos inmobiliarios y títulos que los representan y se intercambian en el mercado de valores, donde los índices se dispararon.

Es curioso que, igual que en los años «salvajes» antes de la Gran Depresión de 1929, la sacudida del crecimiento monetario no ha influido significativamente en los precios unitarios del subgrupo

de bienes y servicios de consumo (que son solo aproximadamente un tercio de los bienes totales que se intercambian en el mercado). La última década, como en la década de 1920, ha visto un notable aumento en la productividad como resultado de la introducción, a escala masiva, de nuevas tecnologías e innovaciones empresariales significativas que, si no hubiera sido por la «inyección de dinero y crédito», habrían dado lugar a una reducción sana y sostenida en el precio unitario de los bienes y servicios que consumen todos los ciudadanos.

Además, la completa incorporación de las economías de China e India al mercado globalizado ha aumentado gradualmente aún más la productividad de los bienes y servicios de consumo. La ausencia de una sana «deflación» en los precios de los bienes de consumo en una etapa de un crecimiento tan considerable en la productividad como la de los años recientes ofrece la principal evidencia de que la sacudida monetaria ha afectado seriamente a todo el proceso económico. Y déjenme recordar la histeria anti-deflacionista de quienes, incluso durante los años de la burbuja, utilizaron los más mínimos síntomas de esta sana deflación para justificar dosis de expansión del crédito aún mayores.

Como ya hemos visto, la expansión artificial del crédito y la inflación (fiduciaria) de los medios de intercambio no ofrece ningún atajo hacia un desarrollo económico estable y sostenido, ni ninguna forma de evitar el sacrificio y la disciplina propios de altos niveles de ahorro voluntario. (De hecho, antes de la crisis, y particularmente en Estados Unidos, el ahorro voluntario no solo no aumentó, sino que incluso cayó a una tasa negativa durante varios años.)

Los factores concretos que desencadenan el final de la eufórica «juerga» monetaria y el principio de la «resaca» recesionista son muchos y pueden variar de un ciclo a otro. En esta crisis los factores más evidentes fueron, primero, el aumento en el precio de las materias primas, particularmente el petróleo, segundo, la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, y finalmente, la quiebra de importantes instituciones bancarias cuando quedó claro en el mercado que el valor de sus deudas excedía al de sus activos (principalmente por préstamos hipotecarios concedidos erróneamente).

Si consideramos el nivel de la pasada expansión del crédito y la calidad y volumen de las malas inversiones inducidas por éste, podríamos decir que muy probablemente en este ciclo las economías de la Unión Monetaria Europea están en comparación en un estado algo mejor (si no consideramos las relativamente mayores rigideces de la Europa continental, particularmente en el mercado laboral, que tienden a hacer las recesiones en Europa más largas y dolorosas).

La política expansionista del Banco Central Europeo, aunque no libre de graves errores, ha sido en cierta medida menos irresponsable que la de la Reserva Federal. Además, el cumplimiento de los criterios de convergencia de la unión monetaria implicó en su momento una rehabilitación sana y significativa de las principales economías europeas. Solo algunos países de la periferia, como Irlanda y España, estaban inmersos en una considerable expansión del crédito en el momento en que empezaron sus procesos de convergencia.

El caso de España es paradigmático. La economía española disfrutó de un auge económico, que, en parte, se debía a causas reales (como las reformas estructurales liberalizadoras que se produjeron con la administración de José María Aznar). Sin embargo, el auge se vio asimismo en buena parte alimentado por una expansión artificial del dinero y el crédito, que crecieron a un ritmo de casi el triple respecto al de Francia y Alemania.

Los agentes económicos españoles interpretaron esencialmente que la bajada en los tipos de interés que resultaba del proceso de convergencia en los términos de dinero fácil tradicionales en España: una mayor disponibilidad de dinero fácil y una solicitud masiva de préstamos a los bancos españoles (principalmente para financiar especulación inmobiliaria), préstamos que los bancos españoles concedían creando dinero *ex nihilo*, mientras los bancos centrales europeos se mantenían imperturbables. Una vez que estalló la crisis en España, el reajuste fue rápido y eficiente: en menos de un año, habían desaparecido más de 150.000 empresas (principalmente relacionadas con el sector inmobiliario), habían sido despedidos casi tres millones de trabajadores que estaban empleados en sectores erróneos y hoy podemos concluir que, aunque aún muy débil, el cuerpo económico de España ya

se ha curado. Luego volveré analizar de qué política económica es la más apropiada para las circunstancias presentes. Pero antes, hagamos algunos comentarios sobre la influencia de las nuevas reglas contables en la actual crisis económica y financiera.

## VI LA INFLUENCIA NEGATIVA DE LAS NUEVAS REGLAS CONTABLES

No debemos olvidar que una característica esencial del largo periodo pasado de expansión artificial fue una corrupción gradual, tanto en el continente americano como en Europa, de los principios tradicionales de la contabilidad que se han practicado globalmente durante siglos.

Para ser concretos, la aceptación de los estándares internacionales de contabilidad y su incorporación en la ley en la mayoría de los países ha significado el abandono del tradicional principio de prudencia y su sustitución por el principio del «valor justo o razonable» en la estimación del valor de los activos del balance, especialmente de los activos financieros.

De hecho, durante los años de la «burbuja especulativa», este proceso se caracterizó por un bucle que se realimentaba: los crecientes valores bursátiles entraban inmediatamente en los libros y luego dichas entradas contables se mostraban como justificación para posteriores aumentos artificiales en los precios de los activos financieros que cotizaban en bolsa.

Es fácil apreciar que las nuevas reglas contables actúan de una forma procíclica aumentando la volatilidad y desviando erróneamente la gestión empresarial: en tiempos de prosperidad, crean un falso «efecto riqueza» que impulsa a la gente a tomar «riesgos» desproporcionados; cuando, de un día para otro, los errores cometidos salen a la luz, la pérdida en valor de los activos descapitaliza inmediatamente las empresas, que se ven obligadas a vender activos y tratar de recapitalizarse en el peor momento, cuando los activos valen lo mínimo y los mercados financieros están «secos».

Está claro que los principios contables que han demostrado ser tan perturbadores deben abandonarse tan pronto como sea

posible y las reformas contables recientemente aprobadas deben derogarse. No solo porque estas reformas signifiquen un callejón sin salida en un periodo de crisis financiera y recesión, sino especialmente porque es vital que en periodos de prosperidad sigamos el principio de prudencia en la valoración, un principio que se ha seguido en todos los sistemas contables desde los tiempos de Luca Pacioli a principios del siglo XV hasta la adopción del falso ídolo de las International Accounting Rules.

Debe destacarse que el propósito de la contabilidad no es reflejar valores «reales» (que en cualquier caso son subjetivos y están determinados y varían diariamente en los mercados correspondientes) bajo el pretexto de obtener una «transparencia contable» (mal entendida). Por el contrario, el propósito de la contabilidad es permitir la gestión prudente de cada empresa e impedir el consumo de capital, como estableció Hayek ya en 1934 en su artículo «The Maintenance of Capital» (Hayek 1934).

Esto requiere la aplicación de estándares estrictos de conservadurismo contable (basados en el principio de prudencia y en el registro del coste histórico o el valor de mercado, el que sea menor), estándares que aseguran en todo momento que los beneficios distribuibles vienen de un beneficio seguro que puede distribuirse sin poner en peligro en forma alguna la futura viabilidad y capitalización de cada empresa.

## VII

### ¿QUIÉN ES EL RESPONSABLE DE LA SITUACIÓN ACTUAL?

Por supuesto, el orden espontáneo del mercado no intervenido *no* es responsable de la situación actual. Y una de las consecuencias más típicas de toda crisis pasada, y por supuesto de ésta, es que mucha gente echa la culpa al mercado y cree firmemente que la recesión es un «fallo del mercado» que requiere más intervención del gobierno.

El mercado es un proceso que reacciona espontáneamente en la forma en que hemos visto contra la agresión monetaria de los años de la burbuja, que consistieron en una enorme expansión del crédito que no solo se permitió sino que incluso fue orquestada y

dirigida por los bancos centrales, que son las instituciones realmente responsables de todos los sufrimientos económicos de la crisis y recesión que están afectando al mundo. Y paradójicamente los bancos centrales han sido capaces de presentarse al público en general no solo como víctimas indignadas de la lista de chivos expiatorios *ad hoc* que han podido reunir (banqueros privados estúpidos, directores avariciosos percibiendo bonus exorbitados, etc.), sino también como las únicas instituciones que, rescatando al sistema bancario en última instancia, han evitado una tragedia mucho mayor.

En todo caso, está claro que el sistema monetario y bancario mundial ha sufrido crónicamente de un diseño institucional erróneo, al menos desde la ley de bancos de Peel de 1844. No hay libre mercado en el sistema monetario y bancario, sino justamente lo contrario: el dinero privado ha sido nacionalizado, se han introducido normas de curso legal, se ha aprobado un enorme embrollo de regulaciones administrativas, manipulado el tipo de interés y, lo más importante, todo está dirigido por una agencia monetaria de planificación centralizada: el banco central.

En otras palabras, el socialismo real, representado por la moneda del estado, los bancos centrales y las regulaciones administrativas financieras, sigue aplicándose en los sectores monetario y crediticio de las llamadas economías del libre mercado.

Como resultado de este hecho, experimentamos periódicamente en el área del dinero y el crédito todas las consecuencias negativas establecidas por el teorema de la imposibilidad del socialismo descubierto por los distinguidos miembros de la Escuela Austriaca de economía, Ludwig von Mises y Friedrich Hayek.

En concreto, los planificadores centrales del dinero del estado son incapaces de conocer, seguir o controlar los cambios tanto en la demanda como en la oferta de dinero. Además, como hemos visto, todo el sistema financiero se basa en el privilegio legal dado por el estado a los banqueros privados, para que puedan usar una porción importante de reserva fraccionaria respecto de los depósitos a la vista que reciben de sus clientes. Como consecuencia de este privilegio, los banqueros privados no son verdaderos intermediarios financieros, sino principalmente creadores de depósitos que se materializan en expansiones artificiales del crédito que inevitablemente acaban en crisis y recesiones.

Los análisis económicos más rigurosos y la interpretación más fría y equilibrada de acontecimientos económicos y financieros pasados y recientes lleva inexorablemente a la conclusión de que los bancos centrales (que, repito, son verdaderas agencias de planificación financiera centralizada) no pueden tener éxito en encontrar la política monetaria más conveniente en cada momento. Es exactamente el tipo de problema que resulta evidente en el caso de los intentos fallidos de planificar desde arriba la antigua economía soviética.

Dicho de otra forma, el teorema de la imposibilidad económica del socialismo, que descubrieron los economistas austriacos Ludwig von Mises y Friedrich A. Hayek, es completamente aplicable a los bancos centrales en general, y a la Reserva federal y (en su momento) a Alan Greenspan y (ahora) a Ben Bernanke en concreto. De acuerdo con este teorema, es imposible organizar ninguna área de la economía y especialmente en el sector financiero mediante órdenes coactivas emitidas por una agencia planificadora, pues ese órgano nunca puede obtener la información que necesita para producir sus órdenes de una forma coordinadora. Es precisamente esto lo que se analiza en el capítulo 3 de mi libro sobre *Socialism, Economic Calculation, and Entrepreneurship*, que ha sido publicado por Edward Elgar en asociación con el Institute of Economic Affairs, y que presentamos hoy (Huerta de Soto, 2010b).

De hecho, nada es más peligroso que dejarse enredar por la «fatal arrogancia», por usar la útil expresión de Hayek (Hayek, 1990), de creerse omnisciente o al menos suficientemente sabio y poderoso como para ser capaz de mantener perfectamente ajustada la política monetaria en cada momento. De ahí que, en lugar de suavizar los altibajos más violentos del ciclo económico, la reserva Federal y, en menor grado, el banco central Europeo, hayan sido los principales arquitectos y los culpables de su empeoramiento.

Por tanto, el dilema que afrontan Ben Bernanke y su Consejo de la Reserva Federal, así como los demás bancos centrales (empezando por el Banco Central Europeo), no es cómodo en modo alguno. Durante años han rehuido su responsabilidad monetaria y ahora se encuentran en callejón sin salida. Pueden o bien

permitir que siga su curso el proceso recesionario, y con él el sano y doloroso reajuste, o bien pueden huir hacia delante hacia una cura de «inflacionismo renovado». Con esta última, las probabilidades de una recesión aún más severa (e incluso de estanflación) en un futuro no muy distante aumentan dramáticamente. (Éste fue precisamente el error cometido tras el crash del mercado bursátil de 1987, un error que llevó a la inflación a finales de la década de 1980 y acabó con la aguda recesión de 1990-1992).

Además, la reintroducción de la política artificial de crédito barato en esta etapa solo podría obstaculizar las necesarias liquidación de inversiones no rentables y reconversión de empresas. Podría incluso acabar prolongando indefinidamente la recesión, como ocurrió en el caso de la economía japonesa, que, a pesar de todas las posibles intervenciones que se han intentado, ha dejado de responder a cualquier estímulo que implique expansiones de crédito monetaristas o métodos keynesianos.

Es en este contexto de «esquizofrenia financiera» en el que debemos interpretar los tiros a ciegas disparados en los últimos dos años por parte de las autoridades monetarias (que tienen dos responsabilidades completamente contradictorias: controlar la inflación e inyectar la liquidez necesaria en el sistema financiero para impedir su colapso). Así, un día la Fed rescata a Bear Stearns (y después a AIG, Fannie Mae, Freddie Mac o City Group) y al siguiente permite quebrar a Lehman Brothers, bajo el ampliamente justificado pretexto de «dar una lección» y de no alimentar el riesgo moral.

Finalmente, a la luz de cómo se estaban desarrollando los acontecimientos, los gobiernos de Europa y EE.UU. lanzaron planes de miles de millones de dólares para comprar activos «ilíquidos» (es decir, que no valen nada) al sistema bancario o monetizar la deuda pública o incluso comprar acciones de bancos, nacionalizando parcial o totalmente el sistema bancario privado. Y considerando todo lo que hemos visto, ¿cuáles son ahora los posibles escenarios?

## VIII POSIBLES ESCENARIOS FUTUROS Y LA POLÍTICA ECONÓMICA MÁS APROPIADA

Teóricamente, bajo el actual sistema financiero erróneamente diseñado, una vez que la crisis ha aparecido, podemos pensar en cuatro posibles escenarios:

*El primer escenario* es el catastrófico en el que se derrumba todo el sistema bancario basado en la reserva fraccionaria. Este escenario parece haber sido evitado por los bancos centrales, que, actuando como prestamistas de último recurso, están rescatando bancos privados siempre que es necesario.

*El segundo escenario* es justamente el opuesto al primero, pero igualmente trágico: consiste en una «cura inflacionista» tan intensa que se crea una nueva burbuja. Esta huida hacia delante solo retrasaría temporalmente la solución de los problemas al coste de hacerlos mucho más graves posteriormente (esto es precisamente lo que ocurrió en la crisis de 2001).

*El tercer escenario* es lo que he llamado la «japonización» de la economía: ocurre cuando la reintroducción de la política de crédito barato junto con todas las intervenciones públicas concebibles bloquea completamente el proceso espontáneo del mercado de liquidación de inversiones no rentables y reconversión de empresas. Como consecuencia, la recesión se prolonga indefinidamente y la economía no se recupera y deja de responder a cualquier impulso que implique expansiones monetaristas del crédito o métodos keynesianos.

*El cuarto y último escenario* es actualmente el más probable: ocurre cuando el orden espontáneo del mercado, contra todo pronóstico y a pesar de las intervenciones públicas, es finalmente capaz de completar el reajuste microeconómico de toda la economía y la necesaria reasignación del trabajo y los demás factores de producción hacia líneas rentables basadas en nuevos proyectos sostenibles de inversión.

En todo caso, después de que una crisis financiera y una recesión económica se hayan desencadenado, es necesario evitar cualquier expansión adicional del crédito (aparte de la mínima inyección monetaria necesaria para evitar el colapso de todo el sistema

de banca de reserva fraccionaria). Y la política más apropiada sería liberalizar la economía a todos los niveles (especialmente en el mercado de trabajo) para permitir la rápida reasignación de los factores productivos (especialmente la mano de obra) a sectores rentables. Igualmente, es esencial reducir el gasto público y los impuestos, para aumentar la renta disponible de los agentes económicos altamente endeudados que necesitan liquidar sus préstamos lo antes posible.

Los agentes económicos en general y las empresas en particular solo pueden rehabilitar sus finanzas recortando costes (especialmente costes laborales) y liquidando préstamos. Lo esencial para este objetivo es un mercado laboral muy flexible y un sector público mucho más austero. Estas medidas son fundamentales si el mercado ha de revelar lo más rápidamente posible el valor real de los bienes de inversión producidos erróneamente y poner así los cimientos de una recuperación económica sana y sostenible.

Sin embargo, una vez que la economía se recupere (y en cierto sentido, la recuperación empieza con la crisis y la propia recesión, que indican el descubrimiento por el mercado de los errores cometidos y el principio del necesario ajuste microeconómico), me temo que, como ha ocurrido en el pasado una y otra vez, no importa lo cuidadosos que puedan ser en el futuro los bancos centrales (¿podemos esperar que hayan aprendido la lección? ¿durante cuánto tiempo recordarán lo que pasó?), ni cuántas nuevas regulaciones se aprueben (ya que en el pasado todas ellas y ahora especialmente Basilea II y III han atacado solo los síntomas, pero no las verdaderas causas), antes o después nuevos ciclos de expansión del crédito, auge económico artificial, crisis financiera y recesión económica continuarán afectándonos inevitablemente hasta que los sistemas financiero y bancario mundiales no se rediseñen totalmente de acuerdo con los principios generales del derecho de propiedad privada que son la base esencial del sistema capitalista y que requieren una reserva del 100% para cualquier contrato de depósito a la vista.

## IX CONCLUSIÓN

Empecé esta disertación con la ley de bancos de Peel y también la acabaré con ella. El 13 y 24 de junio de 1844, Robert Peel apuntó en la Cámara de los Comunes que en cada una de las anteriores crisis monetarias «hubo un aumento en las emisiones de papel moneda del país» y que la «moneda sin base (...) solo crea un valor ficticio, y cuando estalla la burbuja, extiende la ruina por todo el país y trastorna todas las transacciones comerciales».

Hoy, 166 años después, seguimos sufriendo los problemas ya diagnosticados correctamente por Robert Peel. Y para resolverlos y llegar al único sistema financiero y monetario verdaderamente libre y estable que es compatible con una economía de libre mercado en este siglo XXI, será necesario dar los siguientes tres pasos:

*Primero*, desarrollar y culminar el concepto básico de la ley de bancos de Peel extendiendo también la prescripción de un requisito de reserva del 100% a los depósitos a la vista y sus equivalentes. Hayek indica que esta solución radical impediría todas las futuras crisis (Hayek 1984, p. 29) ya que no serían posibles expansiones de crédito sin un aumento previo en el ahorro real, haciendo sostenibles las inversiones y completamente ajustadas al ahorro voluntario previo. Y yo añadiría a la declaración de Hayek el hecho aún más importante de que la banca al 100% es el único sistema compatible con los principios del derecho de propiedad que son indispensables para que funcione el sistema capitalista: no hay razón para tratar a los depósitos de dinero de forma distinta a cualquier otro depósito a la vista de un bien fungible, como el trigo o el petróleo, sobre los que nadie duda de la necesidad de mantener el requisito de la reserva del 100%.

En relación con este primer paso de la reforma propuesta es muy alentador ver cómo dos parlamentarios torys, Douglas Carswell y Steve Baker, fueron capaces de presentar en el Parlamento Británico el 15 de septiembre y bajo la regla de los 10 minutos una primera versión de propuesta de reforma del sistema bancario extendiendo las prescripciones de la ley de bancos de Peel a los depósitos a la vista. Este «Bank Customer Choice Disclosure

and Protection Bill» se discutirá en su segunda versión, dentro de tres semanas, el 19 de noviembre [de 2010] y tiene dos objetivos: primero, defender completa y efectivamente el derecho de propiedad de los ciudadanos sobre el dinero que han depositado en cuentas corrientes en los bancos, y segundo, poner fin de una vez por todas a los ciclos recurrentes de auge artificial, crisis financiera y recesión económica.

Por supuesto, este primer borrador de la propuesta aún tiene que completarse con algunos detalles importantes, por ejemplo el periodo de tiempo (digamos un mes) por debajo del cual todos los depósitos deberían considerarse como depósitos a la vista (para su guarda y no para inversión) y que cualquier contrato que asegure una completa disponibilidad de su valor nominal debería considerarse a todos los efectos un depósito a la vista. Pero la mera discusión de estos asuntos en el Parlamento Británico y por el público en general es, en sí misma, de enorme importancia.

En todo caso, es emocionante que un puñado de parlamentarios hayan dado este paso contra la maraña de intereses creados relacionados con el actual sistema privilegiado de banca de reserva fraccionaria. Si tienen éxito en su lucha contra lo que podríamos llamar la actual «esclavitud financiera» que sujeta al mundo entrarán en la historia como William Wilberforce (con la abolición del comercio de esclavos) y otras eminentes figuras británicas a las que el mundo debe tanto.

*Segundo*, si queremos culminar la caída del muro de Berlín y librarnos del socialismo real que aún persiste en el sector monetario y crediticio, una prioridad debería ser la eliminación de los bancos centrales, que deberían considerarse innecesarios como prestamistas de último recurso si se introduce la anterior reforma de la reserva del 100% y dañinos si insisten en continuar actuando como agencias de planificación financiera centralizada.

*Y tercero*, ¿quién fijará la base monetaria? Maurice Allais, el premio Nobel francés que murió hace dos semanas, propuso que una agencia pública imprimiera papel moneda público con un ritmo de aumento del 2% anual. Personalmente, no confío en esta solución, ya que se usaría, como en el pasado, cualquier situación de emergencia en el presupuesto del estado como pretexto para emitir dosis adicionales de medios fiduciarios. Por esta

razón, y probablemente ésta sea mi propuesta más polémica, con el fin de acabar con cualquier manipulación futura del dinero por parte de las autoridades, lo que hace falta es una completa privatización del actual papel moneda monopolístico, fiduciario y emitido por el estado y su reemplazo por un puro patrón oro clásico.

Hay un viejo refrán español: «A grandes males, grandes remedios». Y aunque, por supuesto, cualquier paso hacia estas tres medidas mejoraría significativamente nuestro actual sistema económico, debe entenderse que las reformas propuestas y tomadas por los gobiernos hasta ahora (incluyendo Basilea II y III) están atacando nerviosamente solo los síntomas, pero no las raíces reales del problema, y precisamente por esa razón fracasarán miserablemente en el futuro.

Entretanto, es alentador ver cómo un creciente número de expertos e instituciones privadas como el Cobden Centre, bajo el liderazgo de Toby Baxendale, estudian de nuevo no solo las reformas radicales necesarias para un dinero privado realmente honrado, sino asimismo propuestas muy interesantes para una posible transición a un nuevo sistema bancario, como el que desarrollé en el capítulo 9 de mi libro *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. Por cierto, que en este capítulo también explico un interesante subproducto de la reforma propuesta, que es la posibilidad que ofrece de liquidar, sin coste ni efectos inflacionistas, la mayor parte de la deuda pública existente, que en las presentes circunstancias es muy preocupante y una carga cada vez más agobiante para la mayoría de los países.

Brevemente esquematizado, lo que propongo y el Cobden Centre ha desarrollado con más detalle para el caso concreto del Reino Unido, es «imprimir» los billetes necesarios para consolidar el volumen de los depósitos a la vista que el público decida mantener en los bancos. En cualquier caso, la impresión de este nuevo dinero no sería inflacionista, ya que se entregaría a los bancos y se mantendría completamente esterilizado, por decirlo así, como activo colateral al 100% de los pasivos de los bancos en forma de depósitos a la vista. De esta manera se «liberaría» la cesta de activos bancarios (préstamos, inversiones, etc.) que están actualmente respaldando los depósitos a la vista, y lo que

propongo es incluir estos activos «liberados» en fondos de inversión, cambiando sus participaciones a su valor de mercado por los títulos de la deuda pública existente.

En todo caso, debe hacerse una advertencia importante: naturalmente, y uno nunca debe cansarse de repetirlo, la solución propuesta solo es válida en el contexto de una decisión irrevocable de restablecer un sistema de banca libre sujeto a un requisito de reserva del 100% para los depósitos a la vista. Sin embargo, no importa lo importante que se considere esta posibilidad bajo las circunstancias actuales, no debemos olvidar que es tan solo un subproducto (de importancia «secundaria») derivado de la principal reforma del sistema bancario que hemos explicado.

Y ahora para concluir, si en este siglo XXI un nuevo Robert Peel fuera capaz de impulsar con éxito todas estas reformas propuestas, este gran país que es Reino Unido prestaría de nuevo un valiosísimo servicio no solo a sí mismo, sino también al resto del mundo.

Muchas gracias.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- HAYEK, F.A. (1937): «Investment that Raises the Demand for Capital», *Review of Economics and Statistics*, 19, n.º 4. Reimpreso en *Profits, Interest and Investment*, pp. 73-82.
- (1948): «The Ricardo Effect» en *Individualism and Economic Order*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 250-254.
- (1975): «The “Paradox” of Saving» en *Profits, Interest, and Investment and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Clifton, N.J.: Augustus M. Kelly.
- (1978): «Three Elucidations of the Ricardo Effect» en *New Studies in Philosophy, Politics, and the History of Ideas*, Londres: Routledge and Kegan Paul, pp. 165-178.
- (1984): «The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis», Capítulo 1 en *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays*, R.M. McCloughry, ed., Chicago: University of Chicago Press.

- (1990): *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*, W.W. Bartley, III (ed.), London: Routledge and Chicago, Il.: The University of Chicago Press. [Publicado en España como *La fatal arrogancia* (Madrid: Unión Editorial)].
- HUERTA DE SOTO, J. (2009): *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Auburn, Al.: Mises Institute (Segunda edición en inglés). Primera edición en español, 1998, como *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (Madrid, Unión Editorial).
- (2010a): *The Theory of Dynamic Efficiency*, Londres y Nueva York: Routledge.
- (2010b): *Socialism, Economic Calculation, and Entrepreneurship*, Cheltenham, UK y Northampton, Massachusetts, USA: Edward Elgar. [Publicado en España como *Socialismo, cálculo económico y función empresarial* (Madrid: Unión Editorial)].
- MISES, L. VON (1980), *The Theory of Money and Credit*, Indianapolis, Ind.: Liberty Classics. Primer edición en alemán 1912, Segunda edición en alemán, 1924. [Publicado en España como *La teoría del dinero y del crédito* (Madrid: Unión Editorial)].