

Artículos

LUDWIG VON MISES AS CURRENCY SCHOOL FREE BANKER

JOSEPH T. SALERNO*

Resumen: El centenario de la publicación de la primera edición alemana de *The Theory of Money and Credit* de Ludwig von Mises, ofrece una excelente oportunidad para reconsiderar una controversia duradera dentro de la economía austriaca moderna. Ésta gira en torno a la cuestión de si Ludwig von Mises apoyó una banca de reserva en oro del 100% impuesta por ley o una banca libre basada en el oro como su sistema monetario ideal. En este trabajo, sugiero que este debate está fundamentalmente mal enfocado y confunde medios y fines. Sostengo que Mises defendió un sistema de banca libre como el medio más adecuado para lograr el objetivo de suprimir la emisión de dinero fiduciario en forma de billetes bancarios y depósitos a la vista. Este objetivo fue inicialmente enunciado por la Escuela Monetaria del siglo XIX e incorporado en su famoso «principio monetario.» Mi tesis es que Mises fue proponente del principio monetario y de la banca libre, y que observó a esta última como el medio indispensable para regular el comportamiento de la oferta monetaria conforme al primero. En la defensa de esta tesis, trato de replantear el debate sobre las ideas monetarias de Mises de una forma más relevante y contribuir de este modo a su resolución.

Palabras clave: Mises, Escuela Monetaria, Banca Libre, Principio Monetario, Equilibrio Monetario.

Clasificación JEL: B31, B53, E42, E52.

Abstract: The centennial of the publication of the first German edition of Ludwig von Mises's *The Theory of Money and Credit* offers an excellent opportunity to reconsider a long-standing controversy within modern Austrian economics. This revolves around the question of whether Ludwig von Mises favored 100-percent gold reserve banking imposed by law or free banking based on gold as the ideal monetary system. In this paper, I suggest that this

* Lubin School of Business. Pace University. New York. jsalerno@pace.edu

debate is fundamentally misfocused and conflates means and ends. I argue that Mises advocated free banking as the most suitable means for achieving the goal of suppressing the issue of fiduciary media, in the form of bank notes and demand deposits. This goal was first enunciated by the nineteenth-century British currency school and embodied in its famous «currency principle.» My thesis is that Mises was a proponent of both the currency principle and free banking and that he viewed the latter as the indispensable means to regulate the behavior of the money supply according to the former. In defending this thesis, I seek to reframe the debate on Mises's monetary views in a more meaningful way and to contribute to its resolution.

Key words: Mises, Currency School, Free Banking, Currency Principle, Monetary Equilibrium.

JEL Classification: B31, B53, E42, E52.

I INTRODUCTION

The centennial of the publication of the first German edition of Ludwig von Mises's *The Theory of Money and Credit* (1980)¹ offers an excellent opportunity to address a long-standing controversy that has beset Austrian monetary economics for the past three decades. The controversy revolves around the question of whether Ludwig von Mises favored 100-percent gold reserve banking imposed by law or free banking based on gold as the ideal monetary system. There exists sufficient ambivalence in Mises's writings on this point to provide support to the claims of the proponents of both positions. I suggest that this debate is fundamentally misfocused and conflates means and ends. As I argue in this paper, Mises advocated free banking as the most suitable means for achieving the goal of completely suppressing the issue of additional fiduciary media, that is, bank notes and deposits unbacked by gold. In effect, Mises looked forward to a marginal

¹ The English edition was translated from the second German edition published in 1924 (Mises 1924).

100-percent reserve ratio on the issue of bank notes and deposits as the outcome of the operation of a free banking regime.

The framing of the debate in terms of Mises's stance on free banking versus 100-percent reserves obscures a much deeper, dividing Austrian that pertains to Mises's theoretical perspective on the relationship between money and the banking system. Throughout his body of work on monetary economics, Mises steadfastly proclaimed his adherence to the basic doctrines of the mid-nineteenth century British currency school and, in fact, upheld its «currency principle» as the essence of his own conception of sound money. According to the currency principle, the ideal monetary system was one in which the supply of money, comprising circulating gold plus bank notes and deposits redeemable in gold, should be made to behave exactly like the supply of a pure gold money. Lately, some members of the modern free banking school, as it has come to be called, have denied that Mises was a follower of the currency school or that his vision of sound money was defined by the currency principle. The free bankers base their claim on the fact that Mises was a vigorous proponent of free banking. In contrast, they point out, most prominent members of the original currency school opposed free banking and favored a central bank as the means to enforce the currency principle on the banking system. Thus, the free bankers conclude that Mises, as a free banker, must have supported their «monetary equilibrium» principle, according to which the supply of money should adjust to offset fluctuations in the demand for money and would automatically do so under a free banking regime.

The argument of this paper is twofold. First, I contend that Mises was indeed an admirer and follower of the currency school, and that he deliberately attempted to revise and improve its doctrine and apply it to contemporary conditions. Second I review Mises's strong support for a free banking system and argue that it was based on his view that free banking would result in the almost total suppression of the issue of new fiduciary media and thus produce a money supply that functioned exactly as a «purely metallic currency» (in the terminology of the currency school). Thus the reason for Mises's preference for a free banking

system contrasts sharply with the view of modern free bankers, who predict that the regime of free banking would lead to continual expansion of fiduciary media to the point where gold would be completely expelled from circulation among the public, remaining in the monetary system as merely an interbank clearing asset (White and Selgin 1989). With the dawning of this «mature» stage of free banking the supply of money would therefore be essentially identical to the supply of bank notes and deposits, which the banking system would then continually and automatically adjust so as to prevent departures from monetary equilibrium induced by «money demand shocks.»

In arguing that Mises was a proponent of both the currency principle *and* free banking and that he viewed the latter as the indispensable means to achieve governance of the money supply by the former, I seek to reframe the debate on Mises's monetary views in a more meaningful way. My hope is that such a reframing will enhance mutual understanding between Austrians of the neo-currency school and those who sympathize with the modern free banking movement.²

The paper is divided into eight sections. The next section introduces the British currency school and describes the currency principle. Section 3 deals with the modern free banking school, describing the monetary equilibrium principle which it upholds as the norm for optimal monetary policy. Throughout his career Mises held the analytical achievements of the currency school in high esteem while recognizing and correcting the two crucial errors that vitiated the implementation of its policy in Great Britain in the mid-nineteenth century. This claim is documented in section 4. In section 5, Mises's defense of free banking is closely scrutinized, and it is demonstrated that Mises advocated free banking as the most effective means of eliminating the issue of fiduciary media and implementing the currency principle as the regulator of the money supply. Section 6 is devoted to Mises's analysis of the market mechanisms that would suppress credit

² This does not imply that all free bankers are Austrians. For example, Lawrence H. White does consider himself an Austrian, while George Selgin rejects the designation as a description of his own views.

expansion and fractional reserve banking under a regime of free banking. Mises's strong opposition to the issue of bank notes—whether fully backed by cash reserves or not—which has been completely ignored in the literature is noted in section 7. Some concluding thoughts are presented in section 8.

II SOUND MONEY AND THE CURRENCY PRINCIPLE

Ludwig von Mises is generally considered the foremost proponent of «sound money» in the twentieth century.³ Mises, however, did not develop this principle himself, although he undoubtedly perfected it. He learned about sound money from a group of British bankers, merchants, and economists who wrote during the mid-nineteenth century. This group came to be famously known as the «currency school.» Its most prominent members were Robert Torrens, George Norman (Lord Overstone), and William Lloyd.⁴

According to the principle of sound money developed by the currency school—which was then called the «currency principle»—a nation's money supply, defined to include gold coin and bullion plus bank notes immediately redeemable in gold, should be made to behave precisely as a «purely metallic currency.» In practice, this meant: first, that changes in the supply of bank notes must be rigidly linked with changes in the supply of gold; and second, that, therefore *additional* bank notes could

³ Mises's emphatic and unwavering support for the classical gold standard even led Joseph Schumpeter (1968, p. 288, n. 3), an otherwise perceptive doctrinal scholar, to mistake Mises's «practical metallism» for «theoretical metallism,» although Schumpeter (1968, p. 289) himself points out that the two positions «need not go together.» In fact, Mises (1980, pp. 518-524) explicitly rejected «theoretical metallism.» See also the tribute to Mises as the foremost twentieth-century advocate of the gold standard by the Ordo-liberal economist Wilhelm Röpke (1969).

⁴ For a detailed treatment of the historical background and doctrine of the currency school and of its famous controversy with the rival British «banking school,» see: Fetter 1978, pp. 165-97; Viner pp. 218-89; Wu 129-41; Daugherty 1942 and 1943; and Rothbard 1995, pp. 225-74 and the extensive literature on the topic that he cites in his bibliographical essay (pp. 489-91).

be issued only in exchange for deposits of gold of equal denomination. Thus, under an international gold standard, variations in an individual nation's money supply would be determined strictly by the net inflow or outflow of gold through the balance of payments or, if the nation possessed gold mines, also by production of new gold. Issue of additional «fiduciary media,» i.e., notes and deposits unbacked by gold, thus would be totally suppressed. Consequently, prices would move in lockstep with world prices, and cyclical fluctuations in prices and output and the accompanying balance of payments crises would be abolished. Secular variations in the purchasing power of money would, of course, still occur but would depend solely on market forces affecting global gold supply and demand.

While the currency principle may seem like an alien doctrine in today's world, it is actually the principle that governs changes in the money supplies of different regions that use the same currency, such as the individual states composing the United States. Assuming that the overall supply of dollars is fixed, the supply of dollars in California, for example, would increase if the residents of the state become more productive and prosperous and demand more dollars by increasing their net exports of products to the rest of the country in exchange for dollars. California's money supply may also change if another state, say Michigan, suffers a decline in its industry and income and requires fewer dollars to finance its reduced transactions. In this case Michigan residents would exchange their redundant dollars for more imported products from California and the other states. Michigan's money supply would therefore decline and California's increase. Thus, where institutional arrangements permit the currency principle to operate, it ensures that market forces alone determine the overall quantity and value of money as well as the distribution of the money supply among different nations, states, regions, towns and even families participating in the market economy.⁵

⁵ Even if the Fed were concurrently increasing the money supply, this interregional distribution process driven by demand side forces would continue to operate, although

In addition, when variations in the money supply of a region or country that is part of a larger currency area is determined exclusively according to the currency principle, the change in the money supply is automatic and *exactly* equal to the inflow or outflow of money through the balance of payments. For example if Michigan experiences a balance of payments deficit of \$1 billion there is no need for its banks to increase the interest rate and contract the money supply by a multiple of this amount, because the money outflow reflects a decrease in market demand for money and is strictly self-limiting. It is not caused by a bank-induced expansion of the money supply accompanying a deliberate cheap money policy, so there is no tendency for an artificial boom followed by a gold outflow and deflationary depression, as there is when fixed exchange rates exist between fractionally backed currencies issued by independent national central banks. Rather the causation is the other way: the contraction in Michigan's money supply is the natural response to a fall in output and income that results from lagging productivity or a shift in U.S. demand away from Michigan's products.

Likewise, the influx of \$1 billion dollars into a prospering state like California does not necessitate a decline in interest rates and an induced expansion of the state's money supply beyond the amount of the original balance of payments surplus. That is, there is no «imported inflation» that creates an unsustainable boom followed by a bust in California. People have become relatively wealthier in California and demand to hold more cash to make additional transactions. Just as the market adjusts prices and incomes to reflect the new pattern of supplies and demands, it also, as part of the same process, redistributes the supply of dollars from Michigan to California—or more accurately, transfers dollar notes and bank deposits, one for one, from specific households in Michigan whose incomes and purchases are shrinking to those in California whose incomes and purchases are expanding. Moreover, assuming that intertemporal consumption preferences

its effect would be diluted to a lesser or greater extent by the injections of new dollars into the economy via open market operations.

have not changed in either state, there is no reason to assume that inverse changes in interest rates (up in Michigan, down in California) must accompany the movement of money from one state to the other.⁶

Members of the currency school thus believed that an international gold standard undisturbed by the issue of fiduciary media would operate in much the same way as a homogeneous domestic currency. They formulated the currency principle, which would force the actual mixed currency of gold and convertible bank notes to behave as a pure metallic currency, as a means of abolishing the political and banking influence on the supply, value, and distribution of money.

By the time Mises published his treatise on *The Theory of Money and Credit* in 1912, the currency school and its doctrines had long been discredited and were almost completely ignored by his fellow monetary economists.⁷ One of Mises's primary aims in this treatise and in his later writings on money was to revive the currency principle and seek to demonstrate its truth and practical application by giving it a firm foundation in modern monetary theory. Mises also developed the currency school's seminal theory of boom and bust into what came to be famously known as the «Austrian theory of the business cycle.» In an important sense, Mises was the founder of the neo-currency school, which includes many contemporary Austrians.⁸

⁶ For a detailed analysis of the differences between the balance-of-payments adjustment process operating under an internationally homogeneous, «pure» commodity currency and that operating under «mixed currencies» organized along national lines and including notes and deposits issued by fractional-reserve banks, see Hayek 2008, pp. 337-66. Hayek was especially emphatic in pointing out that movements of interest rates and «secondary» bank-induced inflation and deflation of the money supply were not characteristics of the balance of payments adjustment mechanism under a homogeneous international currency.

⁷ As Hülsmann (2007, p. 207) points out, the English translation of the title is significantly misleading; a more correct translation of the title of the German edition is *The Theory of Money and Fiduciary Media*.

⁸ On the neo-currency school, see Salerno 2010, pp. 497-533.

III THE FREE BANKING SCHOOL AND THE MONETARY EQUILIBRIUM PRINCIPLE

According to principle of monetary equilibrium, the supply of money must be continually expanded and contracted by the banking system in order to accommodate any changes in the demand to hold money.⁹ Following New Keynesian and other modern macroeconomists, modern free bankers use the term «aggregate demand shock» to characterize a situation in which people voluntarily choose to increase or decrease their holding of cash by spending less or more of their income on goods and services.¹⁰ Let me focus on the case in which individuals demand to hold more cash and therefore reduce their overall demand for goods and services below what it was in the previous time period. In this case, «monetary equilibrium» would be disturbed and the demand for money would suddenly exceed the supply of money. If nothing else changed, total spending would fall and there would be a corresponding decline in the scale of prices and incomes. As a result, the value of money would tend to rise but, since prices are not perfectly flexible and are subject to «nominal rigidities,» the appreciation would occur slowly and excess demand for money would persist.¹¹ According to the free bankers, this protracted increase in

⁹ The «monetary equilibrium principle» is a policy norm derived from the monetary disequilibrium theory of macroeconomic fluctuations. Of modern proponents of the theory, Leland Yeager is the most prominent. See Yeager 1997 for his seminal contributions to the theory. Selgin 1988 and Horwitz 2000 attempt to weave parts of the theory into a theoretical foundation for free-banking policy conclusions. For a comprehensive recent exposition of monetary disequilibrium theory, see Rabin 2004.

¹⁰ See for example Selgin 1997, pp. 35-40.

¹¹ This description of the monetary adjustment process will not be contested here. Suffice it to say that it is based on the New Keynesian theory of nominal price rigidities. This Keynesian approach ignores the step-by-step monetary adjustment process articulated by Mises (1998, pp. 337-43a) and Hayek (2008, pp. 351-359). In the Mises-Hayek analysis the protracted adjustment of the value of money to a change of its demand or supply has nothing to do with price rigidities (although it does not assume that prices are perfectly flexible) and is not marked by persistent shortages or surpluses of money. Rather it is a result of the fact that a change of the demand for money does not affect all goods' markets at once. For a detailed analysis of the Mises-Hayek monetary adjustment process that focuses on its methodological suppositions and constructs see Salerno 2010 (pp. 93-103); also see Davidson 2012.

the value of money would be calamitous, causing unemployment and recession. Thus they advocate that any «excess demand» for money be offset by an equal increase in the supply of money. This would preserve monetary equilibrium, maintain the aggregate flow of spending constant, and prevent the purchasing power of money from increasing.

In modern macroeconomic jargon, the monetary equilibrium principle is nothing but a «nominal income target,» although free bankers prefer that the target be achieved by a competitive banking system rather than Fed policy. However, until a free banking regime is implemented, free bankers propose that the Fed target a constant nominal income under the rubric of the «productivity norm.»¹² It is not surprising, then, that most modern free bankers, including Larry White and George Selgin, favored one or both of the Fed's «quantitative easing» programs.¹³ They believed that these unconventional expansionary monetary policies were necessary to offset the fall in consumption and investment expenditures caused by people's demand for greater cash balances to deal with the heightened uncertainty and risks associated with the financial crisis.

The free banking school, as its name implies, prefers an institutional arrangement in which a central bank does not exist, and

¹² According to Selgin (1997 p. 34), «Formally, the argument here is essentially the same one found in many recent proposals and assessments of nominal income (GNP or GDP) targeting.» Nominal income targeting was first proposed in the 1970s by orthodox Keynesian monetary economist Benjamin Friedman (1975; 1977). It later piqued the interest of New Classical and New Keynesian economists. See, for example, Hall and Mankiw 1994.

¹³ On free bankers endorsing the Fed's quantitative easing programs, see Bagus 2011; Harrison 2011; and Clougherty 2011. None of the free bankers who advocates a nominal income target for the Fed has seriously addressed the question of precisely how «monetary equilibrium» produced spontaneously by a competitive banking industry could be achieved as a policy objective in the institutional context of a central banking regime. While sympathetic to free banking, Butos (2012) is extremely dubious that the competitive outcome of a free banking system can be legitimately translated into a policy norm for a monopolistic central bank to follow, because the latter operates under radically different institutional conditions from those framing a competitive banking system. In particular, the specific knowledge, incentives, and access to economic calculation that powerfully shape the behavior of free banks are for the most part unavailable to central monetary planners.

unregulated private fractional-reserve banks compete with one another in issuing bank notes and deposits convertible into gold (or silver). In the free bankers' view, a financial system of this kind would automatically ensure that the money supply always varies in a way that neutralizes money demand shocks and preserves monetary equilibrium. Competitive fractional-reserve banks would accomplish this by issuing just the right amount of new notes and checking deposits to fully satisfy the increased demand for money. Since these additional notes and deposits would be unbacked by gold, the monetary equilibrium principle, in sharp contrast to the currency principle, implies that the issuing of fiduciary media is not only economically benign but critically necessary to the proper functioning of a market economy. Thus, by characterizing Mises as a monetary equilibrium theorist, the free bankers attribute this position to him also.¹⁴

IV MISES AND THE CURRENCY SCHOOL

Throughout his writings, Mises recognized and lauded the lasting contributions of the currency school to monetary and business cycle theory and policy. In his first complete presentation of the Austrian theory of the business cycle, published in 1928, Mises (2006, p. 101, 128) stated:

Of all the theories of the trade cycle, only one has achieved and retained the rank of a fully-developed economic doctrine. That is the theory advanced by the Currency School, the theory which traces the cause of changes in business conditions to the phenomenon of circulation credit [that is, the issue of fiduciary

¹⁴ At the outset of the modern free banking movement, some free bankers maintained that Mises either rejected the monetary equilibrium doctrine altogether (Selgin 1988, pp. 61-62) or had an «ambiguous relationship» with it (Horwitz 2000, pp. 77-78). Others, most notably Larry White (1992, p. 522), argued that Mises viewed the issuance of fiduciary media as «a natural and desirable development in a free society.» Partly in response to the present author (2010b and 2010c), both Horwitz (2010a and 2010b) and Selgin (2010) later abandoned their earlier views and more or less defended White's interpretation of Mises as a monetary equilibrium theorist.

media]¹⁵... Every advance toward explaining business fluctuations to date is due to the Currency School. We are also indebted to this School alone for the ideas responsible for policies aimed at eliminating business fluctuations.

In his earlier treatise, *The Theory of Money and Credit*, Mises credited the currency school as the main inspiration for the development of modern business cycle theory. There Mises (1980, pp. 282-83) commented that the currency school «propounded a theory, complete in itself, of the value of money and the influence of the granting of credit on the prices of commodities and the rate of interest.» While noting that the school's doctrines were based on the erroneous value theory of the classical school and a mechanical version of the quantity theory, Mises yet maintained, «Within its own sphere of investigation,» the currency school «was extremely successful.» «This fact,» he observed, «deserves grateful recognition from those who, coming after it, build upon the foundations it laid.»

Mises, however, did not allow his admiration for the currency school to blind him to the two key errors it committed. In fact he was eager to expose and correct these errors because they were the reason that the currency principle failed on the policy level when it was implemented in Great Britain by the Bank Act of 1844, more popularly known as Peel's Act.¹⁶ The first error was an analytical one. Unlike the opposing and inflationist banking school, the currency school failed to recognize that bank deposits were perfectly interchangeable with bank notes in exchange and, as such, were part of the money supply. Consequently, the currency principle's rigid restriction on the creation of fiduciary media was tragically weakened because Peel's Act

¹⁵ Mises (1980, pp. 296-300) distinguished between «circulation credit,» which is produced by bank credit expansion, and «commodity credit,» which involves the bank purely as an intermediary facilitating the transfer of credit from savers to investors. Fritz Machlup (pp. 224, fn. 4, 231-32) used the terms «created credit» and «transfer credit» respectively to more clearly denote these two different types of credit.

¹⁶ For a discussion of Peel's Act and its aftermath, see Fetter 1978 (pp. 194-224) and Rothbard 1995 (pp. 248-66).

applied only to bank notes, while banks were left free to create new, unbacked demand deposits *ad libitum*.

The second, practical flaw in the program of the currency school was its insistence that power to enforce the currency principle be centralized in a bank with monopolistic legal privileges—in this case the Bank of England. This quasi-central bank, in which most of the system's gold reserves were held, would then have the means and the power to enforce the currency principle for the banking system as a whole. In effect, the authors of Peel's Act unwittingly created the template for the modern inflationary and crisis-prone monetary and financial system. In the modern system, a central bank such as the Fed is legally empowered to issue its own fiat notes and deposits which serve as the reserves for the commercial banks. The commercial banks, in turn, are permitted to create fiduciary media by pyramiding their own bank deposits on these Fed liabilities.

The economic effects of Peel's Act were predictable: the British economy experienced recurring episodes of inflation which culminated in the crises and depressions of 1847, 1857, 1866, and 1890. During each of these crises, Peel's Act was suspended. Before the end of the nineteenth century, the currency principle and the entire currency school program had fallen into disrepute. Of course with each «emergency» suspension of Peel's Act by the British government, moral hazard became more pervasive and deeply ingrained in the British financial system, making future crises and suspensions even more likely.

Mises, nevertheless, believed that the currency principle embodied a seminal truth about the prevention of cyclical fluctuations and argued that its fatal neglect of bank deposits was easily corrected. Thus Mises (1980, pp. 407-408) brushed aside the critics of the currency school who sought to discredit its core doctrine by referring to its confusion over the nature of bank deposits:

[T]he doctrine of the Currency School does not stand or fall by its views on the nature of checks and deposits. It is enough to correct it on this one point—to take its propositions concerning the issue of notes and apply them also to the opening of deposit

accounts— to silence the censures of those who adhere to the banking principle.

When Mises wrote the foregoing words in the second edition of his *Theory of Money and Credit* in 1924, he still had reservations concerning the currency school's aim of eliminating all further issue of fiduciary media. Mises (1980, p. 408) referred to this goal as a «heroic remedy with a vengeance» and pointed out that it would mean «renouncing all attendant advantages» of stabilizing the purchasing power of money. And yet, he wound up strongly affirming the currency principle at the very end of the book. Mises (1980, p. 447) did so in a long passage that he quoted from the first (German) edition of his book:

[I]t is obvious that the only way of eliminating human [i.e., political and banking] influence on the credit system is to suppress all further issue of fiduciary media. The basic conception of Peel's Act ought to be restated and more completely implemented... by including the issue of credit in the form of bank balances within the legislative prohibition.

Mises (1980, p. 448) continued, «It would be a mistake to assume that the modern organization of exchange is bound to continue to exist. It carries within itself the germ of its own destruction; *the development of the fiduciary medium must necessarily lead to its breakdown.*»¹⁷ (Emphases added.)

By 1928, however, there was no longer ambivalence: Mises had become a hard-line proponent of the currency principle. Near the end of his 1928 monograph on business cycle policy Mises (2006,

¹⁷ Compare Mises's currency school view of fiduciary media with the conditions White and Selgin envision under a «mature free-banking system» in which fiduciary media might completely displace the money commodity not only from circulation but from all monetary use. According to White and Selgin (1989, p. 235): «[A]t the limit, if inter-clearing-house settlements were made entirely with other assets [than gold]... and if the public were completely weaned from holding commodity money, the active demand for the old-fashioned money commodity would be wholly nonmonetary.» Of course, in such a scenario it would be absurd to speak of fiduciary media at all; all bank note and deposit «liabilities» would be privately issued fiat money.

p. 150) proposed a revised currency school program to abolish cyclical fluctuations:

The most important prerequisite of any cyclical policy, no matter how modest its goal may be, is to renounce every attempt to reduce the interest rate, by means of banking policy, below the rate which develops on the market. That means a return to the theory of the Currency School, which sought to suppress all future expansion of circulation credit and thus all further creation of fiduciary media. However, this does not mean a return to the old Currency School program, the application of which was limited to banknotes. Rather it means the introduction of a new program based on the old Currency School theory, but expanded in the light of the present state of knowledge to include fiduciary media issued in the form of bank deposits.

The banks would be obliged at all times to maintain metallic backing for all notes —except for the sum of those outstanding which are not now covered by metal— equal to the total sum of the notes issued and bank deposits opened. That would mean a complete reorganization of central bank legislation. The banks of issue would have to return to the principles of Peel's Bank Act, but with the provisions expanded to cover also bank balances subject to check... By this act alone, cyclical policy would be directed in earnest toward the elimination of crises.

And Mises (2006, p. 150) intended this policy to be applied not only to central banks but also to commercial banks that issued demand deposits. Thus he asserted: «In those countries where checking accounts at private commercial banks play an important role in trade —notably the United States and England—the same obligation must be exacted from those banks also.»

The evidence is clear, then, that even before the Great Depression, Mises championed the cause of the currency school and viewed the suppression of the issue of fiduciary media as the main prerequisite for the abolition of cyclical fluctuations. But if this is indeed the case, then how is it that Mises could advocate free banking, an institutional arrangement that legally permits the creation of fiduciary media by competitive private banks completely unregulated by legislation or a monopoly central bank?

V
 FREE BANKING: TOWARD THE ELIMINATION
 OF FIDUCIARY MEDIA

As I noted above, modern free bankers point to Mises's defense of free banking as strong evidence that Mises favored the issue of fiduciary media as a means of adapting the money supply to continual fluctuations in the demand for money. This monetary equilibrium principle was advocated, in much cruder form, by the British banking school, whose members opposed the currency principle that changes in the money supply should be rigidly governed by changes in the supply of gold.¹⁸ Mises (1980, p. 406) explicitly rejected the banking principle, which he described as «the contrivance of an adjustment between the stock of money and the demand for money.»

Mises first discussed free banking in the final chapter of the *Theory of Money and Credit*, which dealt with the problems of credit. Mises began the chapter by noting that, since the time of the currency school, governments in Europe and the United States had recognized the need to restrict banks in their issue of fiduciary media in order to avoid economic crises. Following Great Britain, these governments adopted various legislative policies to restrict the issue of unbacked bank notes. After surveying these policies, Mises (1980, p. 410) concluded: «None of these many systems of limiting the note circulation has proved [sic] ultimately capable of interposing an insurmountable obstacle in the way of further creation of fiduciary media.» Mises (1980, p. 411) then pointed out that the only effective limit to the issue of fiduciary media was the failure of central banks to cooperate or collude in expanding credit: «So long as the banks do not come to an agreement among themselves, concerning the extension of credit,

¹⁸ The banking school appealed to the inane «principle of reflux» as the mechanism maintaining continuous equality between money supply and money demand. For a description and critique of the principle, see: Viner 1937, pp. 234-38; Wu 2007, pp. 135-138; and Rothbard 1995, p. 244. While modern free bankers reject the principle of reflux, they argue that, under free banking, the «adverse clearing mechanism,» which will be discussed below, would prevent persistent departures from monetary equilibrium.

the circulation of fiduciary media can indeed be increased slowly, but it cannot be increased in a sweeping fashion.»¹⁹ It was on this insight that Mises built his case for free banking as the most effective method of eliminating the further issue of fiduciary media.

Although he did not go on to make a sustained argument for free banking in *The Theory of Money and Credit*, Mises (1980, p. 435) did suggest that the experience of government regulation of banking «has been incomparably more unfavorable than experience of uncontrolled private enterprise.» More important for my purposes here, Mises had formulated the problem that is to be solved by free banking as one of suppressing further creation of unbacked bank notes and deposits.

Mises discussed the topic of free banking in a little more detail in 1928 in his monograph on business cycle policy. There he made three key points regarding the limitation on the expansion of fiduciary media under free banking. To begin with, individual banks would learn to exercise extreme caution in issuing fiduciary media because no legal tender laws would exist to force their acceptance among the public. The public, on their part, eventually would learn the difference between trustworthy and inferior brands of notes and deposits. Thus, if a bank engaged in imprudent and reckless credit expansion, its brand of notes and deposits would suffer a loss of reputation and ejection from circulation. They would no longer qualify as money substitutes that are generally acceptable at face value in exchange. In the course of time, according to Mises (2006, p. 124), «solvent and highly respected banks would emerge... whose fiduciary media would enjoy the general confidence essential for money-substitute quality.» This would be the case because the managers of these banks «would have learned from past experiences.»

This brings us to his second point. Mises (2006, p. 125) contended that once a solid core of banking institutions had gained widespread trust and become well-established, the less responsible banks would be compelled to «follow suit» and become more

¹⁹ Outside the Anglo-American countries, central banks were the main issuers of fiduciary media at the time that Mises wrote this.

prudent in issuing and lending their own brands of fiduciary media. Any bank that issued it notes and deposits in relative excess compared to the most conservative institutions would soon find itself with a negative balance on interbank clearings. That is, the volume of its own notes presented to it for payment by other banks would exceed in nominal value the volume of notes issued by other banks that it had accumulated and was presenting for exchange. It would have to make up its deficit on note clearing by paying in gold and this would result in a loss of cash reserves and a deteriorating reputation. If the irresponsible bank did not promptly restrict its emission of fiduciary media, losses of reserves would become chronic and provoke a loss of confidence and a bank run by its own depositors and note-holders.

Mises concluded his discussion by making his third, and most important, point: the overall evolution of the free banking system tended toward the ideal of the currency school. Wrote Mises (2006, p. 125):

In the course of the development of a banking system with fiduciary media, crises could not have been avoided. However, as soon as bankers recognized the dangers of expanding circulation credit, they would have done their utmost, in their own interests, to avoid the crisis. They would then have taken the only course leading to their goal: the extreme restraint in the issue of fiduciary media.

VI

LIMITS ON FIDUCIARY MEDIA: ADVERSE CLEARING VERSUS BRAND EXTINCTION

It was not until *Human Action*, first published in 1949, however that Mises fully spelled out the market mechanisms by which free banking would come to impose rigid limits on the emission of fiduciary media. Significantly, Mises (1998, pp. 431-445) discussed free banking in the section entitled: «The Limitation of the Issuance of Fiduciary Media.» Throughout this section, Mises emphatically reiterated his view that free banking is the most

effective monetary arrangement for stifling the creation of fiduciary media. For example, Mises wrote (1998, p. 439): «The establishment of free banking was never seriously considered precisely because it would have been too efficient in restricting credit expansion.» Mises (1998, p. 439, fn. 17) then continued in a footnote to this passage:

The notion of «normal» credit expansion is absurd. Issuance of additional fiduciary media, no matter what its quantity may be, always sets in motion those changes in the price structure the description of which is the task of the theory of the trade cycle.

In another passage, Mises (1998, p. 440) argued:

Free banking is the only method available for the prevention of the dangers inherent in credit expansion. It would . . . not hinder a slow credit expansion, kept within very narrow limits, on the part of cautious banks which provide the public with all information required about their financial status. But under free banking it would have been impossible for credit expansion with all its inevitable consequences to have developed into a regular . . . feature of the economic system. Only free banking would have rendered the market economy secure against crises and depressions.

I quote one last statement from Mises (1998, pp. 437-38):

If the governments had never interfered for the benefit of special banks, if they had never released some banks from the obligation, incumbent upon all individuals and firms in the market economy, to settle their liabilities in full compliance with the terms of the contract, no bank problem would have come into being. The limits which are drawn to credit expansion would have worked effectively. Considerations of its own solvency would have forced every bank to cautious restraint in issuing fiduciary media. Those banks which would not have observed these indispensable rules would have gone bankrupt, and the public, warned through damage, would have become doubly suspicious and reserved.

Any reasonable interpretation of the foregoing passages and their context suggests that Mises held firmly to two positions.

First, the creation of fiduciary media *in any amount* precipitates a cyclical boom and bust. Second, free banking is an effective remedy for business cycles precisely because its operation would result in rigid limitation, if not complete suppression, of bank credit expansion.²⁰

But what was the origin and nature of the limits on credit expansion that Mises referred to in his writings on free banking? Mises's answer to this question was that the forces restricting the creation of fiduciary media are inherent in the very concept of a «money substitute.» Mises (1998, p. 429) defined money substitutes as «claims to definite sums of money, against a debtor about whose solvency and willingness to pay there does not prevail the slightest doubt.» Besides «undoubted solvency and willingness to pay on the part of the debtor,» these claims need to embody the additional quality of «daily maturity» in order to qualify as a money substitute. That is, the issuer must be ready and willing to redeem the claim for money on demand and without charge to the holder. Finally, even if a claim embodied both these qualities, it would render the same services as money to an individual *only if* all the parties that he exchanged with were «perfectly familiar» with the qualities of the claim.

Historically most money substitutes have taken the form of bank notes and demand deposits, which may or may not have been fully backed by actual money. Mises was only concerned with limiting the issue of fiduciary media, that is, the fraction of money substitutes that is unbacked by cash or «money proper.»²¹ For it is only the issue of unbacked bank notes and deposits that

²⁰ In fact, in an early work, Selgin (1988, p. 62) seemed to attribute precisely this second position to Mises when he wrote: «Indeed, Mises's support for free banking is based in part on his agreement with Cernuschi, who... believed that freedom of note issue would automatically lead to 100 percent banking.» Cernuschi was a nineteenth-century French economist who, as we shall see below, was favorably cited by Mises.

²¹ Mises (1998, pp. 429-31) distinguished between «money proper» and «money in the broader sense.» The supply of money proper referred to cash, e.g., gold coin and bullion under the gold standard or Fed-issued currency notes and reserve deposits under the current fiat-dollar standard. The supply of money in the broader sense comprised money proper plus that fraction of money substitutes unbacked by cash, i.e. fiduciary media in the form of commercial bank notes and deposits. In current

expand the money supply, diminish the purchasing power of money, and artificially reduce the loan rate of interest below the natural rate determined by the market. The emission of notes and deposits fully backed by money proper, which are called «money certificates,» have no effect on market phenomena. They merely replace the actual gold in circulation with a title to an equal amount of gold now stashed in bank vaults, leaving the money supply unchanged.

In analyzing the potential limits on the creation of fiduciary media, Mises (1998, pp. 432-36) presented two scenarios. In the first scenario, there is a single bank whose clientele includes all households and firms either in the entire world or in a single isolated country. Even in this case there is a broad limit that is imposed by the necessity of maintaining the public's confidence in the bank, because a loss of confidence would precipitate mass redemption of bank notes and deposit withdrawals. The bank thus must avoid any action that arouses suspicion among the public. How far it can extend its issue of fiduciary media and expand the money supply, especially if its clients start to expect price inflation to accelerate, depends on unpredictable psychological conditions.

In Mises's second scenario there co-exists a «multiplicity of independent banks,» but the banks do not collude in expanding credit. It is further assumed for simplicity that no firm or household is a client of more than one bank. Now suppose that one bank alone creates additional fiduciary media, while all other banks refrain from expansion. The borrowers who receive the loans from this bank are now in a position to bid for additional goods and services on the market. This increase in demand causes prices to rise and goods to be redistributed to the clients of the expanding bank, forcing clients of all other banks to cut back on their purchases. As a result, a balance of payments deficit develops for the clients of the expanding bank as they now must make greater aggregate payments to non-clients than they receive from

jargon these two monetary aggregates are roughly equivalent to base money and M1, respectively. However, Mises's crucial emphasis on bank notes and deposits as *money substitutes* is missing in the modern literature.

them. However, the deficit cannot be paid for with the newly issued money substitutes from the expanding bank *because they are not recognized and treated as such by the non-clients*. That is, the notes and deposits of the expanding banks do not function as money substitutes in these transactions. Payments to non-clients thus must take the form of actual money. Consequently, the expanding bank is forced to redeem its bank notes and checkable deposits in cash for its clients, which causes its gold reserves to diminish. The bank must eventually cease its credit expansion or run the risk that its reserves will plummet to zero, at which point it would be unable to redeem the remainder of its money substitutes outstanding and become insolvent.

Modern free bankers stress this «principle of adverse clearing» as the primary, if not the only, mechanism by which the issue of fiduciary media by an individual free bank is limited (Selgin, 1988, pp. 40-47; White 2010). For Mises, however, long before the reserves of the relatively expansionary bank have been exhausted by the adverse balance of payments faced by its clients, another factor would operate to extinguish the character of its notes and deposits as money substitutes. This factor is a loss of confidence on the part of its *own* clients in the bank's ability to discharge its debts in a timely manner. This loss of «good will» would cause its clientele to shrink rapidly. This means that fewer and fewer people would be willing to accept and hold the bank's notes and deposits as money substitutes. Even if everyone were still willing to accept the discredited notes in loans and payments rather than forego the loan or sale, they would all rush to spend them as soon as possible rather than hold them in their cash balances. The notes would thus begin to trade at a discount and those who accepted these discounted notes would earn an arbitrage profit by returning them to the issuing bank for payment at full face value in cash. At this point a bank run would become inevitable.²² But, for Mises, the

²² In the earlier literature, the loss of gold reserves to a bank's clients was called an «internal drain,» and was distinguished from the «external drain» of gold reserves associated with the price-specie-flow or adverse clearing mechanism. See Viner 1937, pp. 161-64.

note brand *qua* money substitute vanishes prior to the reserve drain and precipitates it.²³

Mises believed that this latter mechanism, which derives from the inherently precarious position of money substitutes under free banking, would act swiftly and effectively to rigidly constrain the issue of fiduciary media among free banks. It is worth quoting Mises at length (1998, p. 436) describing what may be called the «mechanism of brand extinction»:

It is very easy for a bank to increase the number of people who are ready to accept loans granted by credit expansion and paid out in an amount of money-substitutes. But it is very difficult for any bank to enlarge its clientele, that is, the number of people who are ready to consider these claims as money-substitutes and to keep them as such in their cash-holdings. To enlarge this clientele is a troublesome and slow process, as is the acquisition of any type of goodwill. On the other hand the bank can lose its clientele very quickly... It was a serious blunder to believe that the reserve's task is to provide the means of for the redemption of those bank notes the holders of which have lost confidence in the bank. *The confidence which a bank and the money-substitutes it has issued enjoy is indivisible. It is either present with all its clients or it vanishes entirely.* If some of the clients lose confidence the rest of them lose it too. No bank issuing fiduciary media and granting circulation credit can fulfill the obligations which it has taken over in issuing money-substitutes if all clients are losing confidence and want to have their banknotes redeemed and their deposits paid back. *This is an essential feature or weakness of the business of issuing fiduciary media and granting circulation credit.* [Emphases added.]

Now, this does not mean that Mises ignored the adverse clearing mechanism; but he did assign it a secondary role as an

²³ Although Mises never used the term «brand» in his discussion, a money substitute, as he construes it, can exist only as a branded entity. An unbranded money substitute, that is, one that does not identify a specific issuer, defies economic logic. In contrast, all other «products» on the market could conceivably perform their intended function in satisfying wants without being branded. Curiously, in his own treatment of discrimination between note brands, Selgin (1988, pp. 42-47) fails to cite Mises's path breaking contribution.

economic feedback mechanism for a bank that exercised extreme restraint in issuing fiduciary media and had already established its note (and deposit) brand as a viable money substitute.²⁴ For such banks an adverse clearing balance signaled an issue of notes in excess of what its clients wished to hold in their cash balances that required immediate redemption. But in the event of a «loss of confidence» in a particular brand of money substitute, the bank's reserves would be «futile» in securing «the prompt redemption of banknotes and the prompt payment of deposits» (Mises 1998, p. 436). In other words, Mises held that a high or low reserve ratio is not *directly* relevant to the stability of a bank. It is simply one of the objective data that the bank's clients take into account in formulating their subjective judgment concerning whether the banks notes and deposits are or are not money substitutes. These objective data also include past performance of the bank's loan and investment portfolio, its customer service, its physical facilities, the qualifications and experience of its managerial staff, its geographical accessibility, etc.

In short Mises argued that a fractional-reserve bank's «stability» consisted of a binary set of possibilities: either the bank's note brand is perceived as possessing all the qualities of a money substitute or the brand becomes extinct. Indeed, technically it is even inaccurate to speak of a brand *becoming* extinct or of a *process* of brand extinction, despite the fact that it takes more or less time for the bank's reserves to be exhausted. The brand *is* extinct the instant its clientele begins to distrust the bank's ability to fully discharge its note liabilities on demand.²⁵ As Mises (1998, pp. 442, 444) emphasized

²⁴ For the rest of this discussion, I will use the term «bank» interchangeably with «issuers of money substitutes,» and the term «bank notes» to denote all of a bank's demand liabilities.

²⁵ As Jeff Herbener (2002, p. 83) has perceptively noted, in Mises's view:

[P]eople only demand money-substitutes, not fiduciary media, and their demand exists only when they have confidence in full redemption based on the issuers' practice of full redemption. People could not demand fiduciary media because they cannot distinguish between a money-substitute that is a money-certificate and one that is a fiduciary medium. If they could make such a distinction, then fiduciary media would not be viable.

What makes a banknote a money-substitute is the special kind of good will of the issuing bank. The slightest doubt concerning the bank's ability or willingness to redeem every banknote without any delay at any time and with no expense to the bearer impairs this special good will and removes the banknote's character as a money-substitute. . . . One must not forget that every bank issuing fiduciary media is in a rather precarious position. Its most valuable asset is its reputation. It must go bankrupt as soon as doubts arise concerning its perfect trustworthiness and solvency.

It is important to note that in the foregoing passages Mises does not distinguish between the «illiquidity» and «insolvency» of a fractional reserve bank, as modern free bankers do. The quality of its loan and investment portfolio is an objective factor that does not *directly* affect the status of its demand liabilities as money substitutes. It is the «special good will» Mises speaks of that induces a bank's clients to forebear at every moment from immediately exercising their contractual right to redeem their notes for cash and that therefore permits the issuer of money substitutes to continue in business. Thus good will, for Mises, is the solvent bank's «most valuable asset» that, in effect, bridges the inherent gap between, on the one hand, the sum of the bank's cash reserves plus the *liquidation value* of its loans and investment— and, on the other, the value of its demand liabilities.

Mises's analysis of this point has an important, and heretofore unnoticed, implication for the appropriate accounting procedure for issuers of money substitutes. In order to reflect the reality of the special contractual obligation assumed by banks, all assets should be carried on their books at liquidation value.²⁶ Thus for fractional-reserve banks there is no meaningful distinction between «illiquidity» and «insolvency.»²⁷

²⁶ The market value of a bank's loans and investments is potentially extremely volatile and may fluctuate greatly with economic and financial conditions. However, at any given moment, good will is a binary variable: its value is either sufficient to maintain the bank's assets equal to the total nominal value of its demand liabilities or it is zero—meaning negative net worth and insolvency. There is never any intermediate state of «illiquidity» for a fractional reserve bank.

²⁷ The liquidation value of cash reserves of course is always equal to their par value. This means that issuers of money substitutes that are fully backed by money

Now it is important to emphasize that, unlike Murray N. Rothbard (2008, pp. 85-110) Mises was not arguing that fractional-reserve banks are inherently bankrupt. Mises's point was rather that a fractional-reserve bank is a uniquely and inherently unstable market institution, whose solvency depends on acquiring and maintaining a special intangible factor that is liable to vanish instantly. This special good will is a specific, non-isolable, and non-exchangeable factor required in the production function of every firm issuing money substitutes.

We might speculate briefly on why there is no discussion in the free banking literature of the brand extinction mechanism, or of anything akin to it, despite the fact that it plays such a prominent role in Mises's analysis of free banking. While this issue would require a separate paper to fully disentangle, I suggest that it lies in the fact that free bankers reject Mises's concept of money substitute in favor of the inside/outside money dichotomy. For example, White (1986, p. 314 n. 23) criticizes the term money substitutes as «confusing» because the term suggests «nonmoneyness.» However, by substituting the terms «outside money» to denote commodity or fiat money and «inside money» to denote notes and deposits issued by private banks, the free bankers obscure the fact that the «moneyness,» if one wishes to call it that, of inside money originates and vanishes according to distinctly different principles than those that apply to outside money. Specifically, the circulation of commodity money or fiat money is not dependent on the existence of specialgood will attaching to its producer; nor is outside money subject to the principle of brand extinction in the same sense as bank notes and deposits.²⁸

As a side note, the adoption of the terms «inside money» and «outside money» by modern free bankers appears paradoxical. The concepts wereoriginally developed in 1960 by Gurley and

proper, i.e., 100 percent-reserve banks, need no «special good will» to maintain balance between assets and demand liabilities. They, of course, require general customer good will like any other ongoing firm that seeks to earn profits.

²⁸ This is not to deny that the *value* of fiat money can be destroyed by hyperinflation or the dissolution of the issuing government by revolution or war; or even that the *value* of a commodity money like gold could conceivably approach zero if a technological advance were to radically alter its conditions of scarcity.

Shaw (1960), whose aim was to challenge the real balance effect re-introduced into neoclassical monetary theory by Don Patinkin. A highly technical theoretical debate ensued which concluded without a completely satisfactory resolution.²⁹ The inside/outside money conceptual apparatus quickly fell into disuse and by 1980 the monetary theorist Jürg Niehans (1980, p. 203, fn. 9) would declare: «The distinction between inside money and outside money is simply irrelevant. It is part of the analytical fallout from the confusion about real balance effects.»

The paradox of free bankers appropriating this defunct distinction lies in the fact that the real balance effect is at the very heart of the monetary equilibrium approach that they champion.³⁰ But the use of the term in the free banking literature may not be so puzzling when it is considered that the eminent Keynesian monetary theorist James Tobin (1963, p. 410 fn. 2) cited Gurley and Shaw's work as important in «originating and contributing» to the «new view» of money of which Tobin was the leading proponent. In brief, according to the «new view,» private fractional-reserve banks are just garden-variety financial intermediaries, like insurance companies or pension funds, and are not able to unilaterally create money at the stroke of a pen as almost all money and banking textbooks have taught for decades.³¹ And indeed, Selgin (1988, pp. 82-84) favorably cites Tobin's work as supporting his own argument that, absent a «monopoly bank of issue,» free banks are purely «credit transferers or intermediaries, and not credit creators.»

Our discussion is not intended as a criticism of the free bankers for embracing the distinction between inside and outside money.

²⁹ This debate is recounted in Johnson (1967, pp. 75-85).

³⁰ To be fair, Larry White (1999, p. 12 fn. 12) says that his use of the «distinction between inside and outside money is different from the one used by Gurley and Shaw.» Also, the distinction has been resurrected in more recent monetary literature although it is used for a different purpose, and inside money has a different definition than that originally assigned to it by Gurley and Shaw (Lagos 2006).

³¹ Stated Tobin (1963, p. 418): «Commercial banks do not possess, either individually or collectively, a widow's cruse which guarantees that any expansion of assets will generate a corresponding expansion of liabilities... Marshall's scissors of supply and demand apply to the "output" of the banking industry, no less than to other financial and nonfinancial industries.»

Rather the aim is to emphasize that the theoretical foundations of the distinction are rooted in a variant of monetary theory that is much closer to the banking school's view of the function of banks than it is to Mises's currency school perspective on banking.

VII A NOTE ON THE (BANK) NOTE

One aspect of Mises's thought on free banking that has been completely overlooked is his highly skeptical view of the advantages of bank notes and his promotion of free banking as a method of totally suppressing their circulation.³² The reason for Mises's hostility to bank notes was that they were the main vehicle through which fiduciary media were issued. In continental Europe, checkable deposits were not generally subject to legal reserve requirements. Yet, their creation did not lead to multiple bank credit expansion, because almost all those who received payment by check cashed it immediately and did not redeposit the funds.³³ According to Mises (1998, p. 442), «the public was not ready to treat such bank deposits as money-substitutes.» Only a small group of big firms treated checkable deposits at the central bank (but not commercial banks) as money substitutes. The opportunity for bank credit expansion via demand deposits was therefore nonexistent for commercial banks and very narrowly limited for central banks in continental

³² The sole exception that I have come across so far in the literature is Herbener 2002 (p. 86). In this pioneering article, Herbener presents an interpretation of Mises's views on money and banking policy that is close to the one presented here.

³³ Explained Mises (1998, p. 443):

As far as payees immediately cash the checks received and withdraw the whole amount from the bank, the method [of paying employees by check] means merely that the onerous burden of manipulating coins and banknotes is shifted from the employers cashier to the bank's cashier. It has no catallactic implications. If all citizens were to deal in this way with check received, the deposits would not be money-substitutes and could not be used as instruments of credit circulation.

Europe.³⁴ As Mises (1998, p. 442) noted in 1949, with the exception of countries under the sway of Anglo-Saxon banking methods, «Banknotes were practically the sole instrument of credit circulation and credit expansion.» Things were otherwise in the U.S., where «a considerable part of the public looks upon deposits as money-substitutes [making] them what is popularly called checkbook currency.» Mises's opposition to bank notes thus stemmed from the fact that in most major countries up to the mid-20th century, bank notes were the primary form in which fiduciary media were created.

Indeed, in several statements Mises argued that one of the primary virtues of free banking was that its operation would suppress the issue of all bank notes, *including those fully backed by gold*. His argument was that the business of issuing money certificates was extremely expensive and risky and that a bank's clients may not be prepared to reimburse such high costs through fees paid for the marginal convenience of carrying notes and holding deposits instead of coins. Mises (1998, p. 432) therefore concluded that issuing money certificates, in order to be profitable, would almost inevitably have to be associated with the issuing of fiduciary media:

Issuing money-certificates is an expensive venture. The banknotes must be printed, the coins minted; a complicated accounting system for the deposits must be organized; the reserves must be kept in safety; then there is the risk of being cheated by counterfeit banknotes and checks. Against all these expenses stands only the slight chance that some of the banknotes issued may be destroyed and the still slighter chance that some depositors may forget their deposits. Issuing money-certificates is a ruinous business if not connected with issuing fiduciary media.

Furthermore, Mises (1998, pp. 443-44) argued, the widespread use of bank notes was invariably a product of government intervention and not of the private market:

³⁴ In terms of the money supply process taught in modern money and banking textbooks, the currency/deposit ratio was nearly infinite and the deposit multiplier was therefore practically zero.

[F]reedom in the issuance of banknotes would have narrowed down the use of banknotes considerably if it had not entirely suppressed it... Governments did not foster the use of banknotes in order to avoid inconvenience to ladies shopping. Their idea was to lower the rate of interest and to open a source of cheap credit to their treasuries... If the governments had never interfered, the use of banknotes and of deposit currency would be limited to those strata of the population who know very well how to distinguish between solvent and insolvent banks. No large scale credit expansion would have been possible.

Mises (1998, p. 444) emphatically concluded:

Banknotes are not indispensable. All the economic achievements of capitalism would have been accomplished if they had never existed. Besides, deposit currency can do all the things banknotes do.

Once we recognize Mises's opposition to the bank note *per se*, and not just as a form of fiduciary media, his approving quotation of the famous statement by French economist and free banker Henri Cernuschi takes on a different meaning than previously ascribed to it. Taken in its full context it is clear that Mises's point is that free banking would not merely restrict the emission of unbacked bank notes, but would result in wholesale brand extinction of nearly *all* bank notes. Declared Mises (1998, p. 443):

[F]reedom in the issuance of bank notes would have narrowed down the use of bank notes considerably if it had not entirely suppressed it. It was this idea that Cernuschi advanced in the hearings of the French Banking Inquiry on October 24, 1865: «I believe that what is called freedom of banking would result in a total suppression of banknotes in France. I want to give everybody the right to issue banknotes so that nobody should take any banknotes any longer.»

Mises's attitude toward the bank note as expressed in his analysis of free banking may partially explain a puzzling element in his proposal for post-World War Two monetary reform. Mises's reform program was published in 1953 as part of the section on

«Monetary Reconstruction» that he added to the second edition of *The Theory of Money and Credit* (Mises 1980, pp. 451-500). The central recommendation in this program was for the United States to return to the classical gold standard at a fixed legal parity established at the market price for gold prevailing at the (pre-announced) date of initiation of the reform. He also recommended, in accordance with the currency school principle, that all further issue of U.S. dollars, in any form, be subject to a strict 100 percent gold reserve requirement. This prohibition on issue of fiduciary media would not only apply to new dollar notes which would henceforth be issued by a Conversion Agency subject to a 100-percent gold reserve requirement. Mises (1980, 491) also explicitly applied it to the creation of deposits by commercial banks:

The total amount of dollar bills, whatever their name or legal characteristic may be, must not be increased by further issuance. No bank must be permitted to expand the total amount of its deposits subject to check or the balance of such deposits of any individual customer... otherwise than by receiving such cash deposits in legal-tender bank notes from the public or by receiving a check payable by another domestic bank subject to the same limitations. This means a rigid 100 percent reserve for all future deposits...³⁵

Mises (1998, p. 494) was not satisfied with this general quantitative restriction on the issuance of bank notes, however. He went even further and prescribed that the Treasury be mandated «to withdraw from circulation, against the new gold coins, and to destroy within a period of one year after the promulgation of the new legal gold parity of the dollar, all notes of five, ten, and perhaps also twenty dollars.» Thus new legal tender notes «must

³⁵ Note that Mises's program for postwar monetary reform resembles a currency board arrangement, but it went beyond it to legally require that not only the notes issued by the currency board be 100-percent backed by gold, but also that the demand deposits created by commercial banks be subject to the same legal mandate. For a discussion of the similarities and differences between Mises's plan and the modern currency board, see Salerno 2010a, pp. 484-94, 516-27.

be issued in denominations of one or fifty dollars and upward.» In current dollars, this means that aside from the one-dollar bill, which would be tantamount to small change, there would be no note in circulation with a purchasing power of less than \$450!³⁶ Now this further restriction on the minimum denomination of currency notes issued was never a part of the original currency school program. The reason that Mises insisted on it in his postwar monetary reform proposal was to ensure that people who had grown accustomed to using a paper money tenuously linked to gold since the advent of World War One were again familiarized with gold money.³⁷ But it also reflected his strong conviction that bank notes were not indispensable to economic development and growth, and that the complete suppression of bank note issue would be the ideal outcome of a free banking regime.

VIII CONCLUSION

From the abundant and systematic evidence presented in this paper, I believe that it is reasonable to conclude that very early in his writings on monetary and business cycle theory, Mises arrived at two views from which he never deviated for the rest of his career.³⁸ The first was that the creation of fiduciary media under any and all circumstances causes a divergence of the loan rate from the natural rate, leading to the sequence of phenomena described by Austrian business cycle theory. The second was that free banking is the best policy available for bringing about the goal of the currency school and Peel's Act: the eradication

³⁶ This figure is calculated by comparing the purchasing power of the dollar between the years 1950 and 2010 using the inflation calculator available at <http://www.westegg.com/inflation/>.

³⁷ Thus Mises (1998, p. 493) wrote: «Gold must be in the cash holdings of everyone. Everybody must see gold coins changing hands, must be used to having gold coins in his pockets, to receiving gold coins when he cashes his paycheck, and to spending gold coins when he buys in a store.»

³⁸ Indeed, as pointed out above (pp. 14-15, 17-8), the seeds of these views were clearly present in 1912 in the first German edition of *The Theory of Money and Credit*.

of the issuance of fiduciary media. In short, Mises's overarching aim in his work on money and business cycles was to revive, correct, and advance the currency school's theoretical approach and to formulate a practical program that would effectively achieve its policy goals.

If my interpretation is correct, then the ongoing debate over whether Mises was a «free banker» or an advocate of 100-percent reserves is exposed as superficial and ultimately irrelevant. The proper foci of the debate are the positions that Mises took on two critical theoretical propositions. The first is that *any* increase in fiduciary media generates a business cycle, implying a rejection of a key tenet of monetary equilibrium theory propounded by modern free bankers. The second is that under a system of free banking the behavior of the overall money supply tends to approximate its behavior under a 100-percent commodity money. This paper has provided overwhelming textual evidence that Mises strongly and persistently affirmed both propositions. As a result, it appears that the claim of modern free bankers that Mises was one of their theoretical forerunners is highly implausible.

BIBLIOGRAPHICAL REFERENCES

- BAGUS, PH. (2011): «Who's Afraid of Deflation?» *Mises Daily* (July 22). Available at <http://mises.org/daily/5465>.
- BUTOS, W. (2012): «Monetary Orders and Institutions: A Hayekian Perspective.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. Forthcoming.
- CLOUGHERTY, T. (2011): «Hayek and Monetary Stabilization.» *The Cobden Centre* (August 3). Available at <http://www.cobdencentre.org/tag/lawrence-h-white/>.
- DAUGHERTY, M.R. (1942): «The Currency-Banking Controversy, Part 1.» *Southern Economic Journal*, 9 (October): 140-55.
- (1943): «The Currency-Banking Controversy, Part 2.» *Southern Economic Journal*, 9 (January): 241-50.
- DAVIDSON, L. (2012): «Against Monetary Disequilibrium Theory and Fractional Reserve Free Banking.» *The Quarterly*

- Journal of Austrian Economics*, Vol. 15, N.º 2 (Summer): 195-220.
- FETTER, F.W. (1978): *The Development of British Monetary Orthodoxy, 1797-1875*. Fairfield, NJ: Augustus M. Kelley Publishers.
- FRIEDMAN, B.M. (1975): «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy.» *Journal of Monetary Economics*, I (October), pp. 443-473.
- (1977): «The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets for Monetary Policy.» *Brookings Papers on Economic Activity*, N.º 2, pp. 293-335.
- GURLEY, J. G. and SHAW, E.S. (1960): *Money in a Theory of Finance*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- HALL, R.E. and MANKIW, N.G. (1994): «Nominal Income Targeting,» in Mankiw, ed. *Monetary Policy*. Chicago: The University of Chicago Press, pp. 71-94. Available at <http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf><http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf>.
- HARRISON, E. (2011): «Lawrence White on Friedrich von Hayek.» *Credit Writedowns* (January 21). Available at <http://www.creditwritedowns.com/2011/01/lawrence-white-on-friedrich-von-hayek.html>.
- HAYEK, F.A. (2008): *Prices and Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Ed. Joseph T. Salerno. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- HERBENER, J.M. (2002): «Ludwig von Mises on the Gold Standard and Free Banking.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 5, N.º 1 (Spring): 67-91.
- HORWITZ, S. (2000): *Microfoundations and Macroeconomics: An Austrian Perspective*. New York, NY: Routledge.
- (2010a): Comment on Peter Boettke, «Mises on Free Banking—Why Is There a Debate?» *Coordination Problem Blog* (May 7). Available at <http://www.coordinationproblem.org/2010/05/mises-and-free-banking-why-is-there-a-debate.html>.
- (2010b): Comment on Joseph T. Salerno, «Selgin contra Horwitz and White on Mises's View of Fiduciary Media.» *Mises*

- Economics Blog (May 16). Available at <http://archive.mises.org/12724/selgin-contra-horwitz-and-white-on-mises-view-of-fiduciary-media/#comment-688782>.
- HÜLSMANN, J.G. (2007): *Mises: The Last Knight of Liberalism*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- JOHNSON, H.G. (1967): *Essays in Monetary Economics*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- LAGOS, R. (2006): «Inside and Outside Money.» Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 374 (May).
- MACHLUP, F. (1940): *The Stock Market, Credit, and Capital Formation*. Trans. Vera C. Smith. London: William Hodge and Company, Limited
- MISES, L. VON (1924): *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*. 2nd ed. Munich.
- (1980): *The Theory of Money and Credit*. 3rd ed. Trans. H.E. Batson. Indianapolis: Liberty Classics.
- (1998): *Human Action: A Treatise on Economics*. Scholar's ed. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- (2006): *The Causes of the Economic Crisis and Other Essays before and after the Great Depression*. Ed. Percy L. Greaves, Jr. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- MONTGOMERY, M.R. (2006): «The Genesis of an Idea: Classical Economics and the Birth of Monetary Disequilibrium Theory.» In Roger Koppl, ed., *Money and Markets: Essays in Honor of Leland B. Yeager*. New York: Routledge.
- NAIR, M. (2012): «Regulation in a Nineteenth Century Indigenous Banking System as a Bankers' Club.» Working Paper.
- NIEHANS, J. (1980): *The Theory of Money*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- RABIN, A.A. (2004): *Monetary Theory*. Northampton, MA: Edward Elgar.
- RÖPKE, W. (1969): «The Fight against Inflationism.» In idem, *Against the Tide*, trans. Elizabeth Henderson. Chicago: Henry Regnery Company.
- ROTHBARD, M.N. (1995): *Classical Economics: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought, Volume II*. Brookfield, VT: Edward Elgar.

- (2008): *The Mystery of Banking*. 2nd ed. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- SALERNO, J.T. (2010a): *Money: Sound and Unsound*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- (2010b): «White contra Mises on Fiduciary Media.» *Mises Daily* (May 14). Available at <http://mises.org/daily/4389>.
- (2010c): «Selgin contra Horwitz and White on Mises's View of Fiduciary Media.» *Mises Economics Blog* (May 16). Available at <http://archive.mises.org/12724/selgin-contra-horwitz-and-white-on-mises-view-of-fiduciary-media/>
- SCHUMPETER, J.A. (1968): *History of Economic Analysis*. Ed. Elizabeth Boody Schumpeter. New York: Oxford University Press.
- SELGIN, G. (1988): *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*. Totowa, NJ: Rowman & Littlefield.
- (1997): *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in the Economy*. London: Institute of Economic Affairs.
- (2010): Comment on Joseph T. Salerno, «Selgin contra Horwitz and White on Mises's View of Fiduciary Media.» *Mises Economics Blog* (May 18). Available at <http://archive.mises.org/12724/selgin-contra-horwitz-and-white-on-mises-view-of-fiduciary-media/#comment-689126>.
- TOBIN, J. (1987): «Commercial Banks as Creators of Money.» In idem, *Essays In Economics: Volume 1: Macroeconomics*. Cambridge, MA: The MIT Press, pp. 272-82.
- VINER, J. (1937): *Studies in the Theory of International Trade*. New York: Harper & Brothers Publishers.
- WHITE, L.H. (1986): «A Subjectivist Perspective on the Definition and Identification of Money.» In Israel M. Kirzner, ed., *Subjectivism, Intelligibility and Economic Understanding: Essays in Honor of Ludwig M. Lachmann on His Eightieth Birthday*. London: Macmillan Press, pp. 301-314.
- (1992): «Mises on Free Banking and Fractional Reserves.» In John W. Robbins and Mark Spangler, eds., *A Man of Principle: Essays in Honor of Hans F. Sennholz*. Grove City, PA: Grove City College Press. Pp. 517-529.
- (1999): *The Theory of Monetary Institutions*. Malden, MA: Blackwell Publishers.

- (2010): «A Response to Salerno on Fiduciary Media.» *Division of Labor* (May 17). Available at <http://divisionoflabour.com/archives/007130.php>.
- WHITE, L.H. and SELGIN, G.A. (1989): «The Evolution of a Free Banking System.» *Economic Inquiry*. Vol. 25 (July 1987). Reprinted in Lawrence H. White, *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money*. New York: New York University Press, pp. 218-42.
- WU, CH. (2007): *An Outline of International Price Theories*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute
- YEAGER, L.B. (1997): *The Fluttering Veil: Essays on Monetary Equilibrium*. Ed. George Selgin. Indianapolis: Liberty Fund.

EFICIENCIA TÉCNICA, EFICIENCIA ECONÓMICA Y EFICIENCIA DINÁMICA

IVÁN CACHANOSKY*

Resumen: ¿Cómo determinar qué y cuánto producir? Esta es una de las grandes incógnitas de la economía. El presente trabajo propone estudiar las recetas ofrecidas por la economía convencional, el keynesianismo y la Escuela Austriaca de Economía poniendo en tela de juicio el uso de los supuestos y de las herramientas matemáticas. Además, se analizará el concepto de Eficiencia Dinámica, el cual brinda un aporte al debate. La importancia de analizar las distintas recetas se centra en resaltar que el uso erróneo de supuestos pueda llevar a conclusiones equivocadas por muy lógicas que parezcan.

Palabras clave: Eficiencia Técnica, Eficiencia Económica, Eficiencia Dinámica, Frontera de Posibilidades de Producción, Curvas de Indiferencia.

Clasificación JEL: B10, B25, B41, C61, D24, D50, O12, O33.

Abstract: How to determine how much and what to produce? This is one of the great unknowns in economics. This paper proposes to study the recipes offered by the conventional economics, the keynesian Economics, and the Austrian school of economics, questioning the use of assumptions and the mathematical tools. In addition, we will analyze the concept of dynamic efficiency, which provides a contribution to the debate. The importance of analyzing the various recipes focuses on highlight that the misuse of assumptions may lead to erroneous conclusions by very logical they seem.

Key words: Technical Efficiency, Economic Efficiency, Dynamic Efficiency, Production Possibilities Frontier, Indifference Curves.

JEL Classification: B10, B25, B41, C61, D24, D50, O12, O33.

* Licenciado en Administración de Empresas y candidato a Magister en Economía Aplicada de la Universidad Católica Argentina. Es investigador de la Fundación Libertad y Progreso. Correo electrónico: ivan.cachanosky@libertadyprogreso.org / ivan@corporatet.com.

El presente trabajo pretende mostrar visiones opuestas acerca de la asignación de recursos y su eficiencia. La importancia del tema a estudiar es que en la actualidad los diversos manuales de economía presentan una sola postura del tema, el de la economía convencional, sin mencionar las críticas a los modelos económicos. En dichos manuales se observa que existen dos tipos de eficiencia, la *eficiencia técnica* y la *eficiencia económica*. La primera se encuentra relacionada con el uso de la capacidad instalada mientras que la segunda cuestiona si los recursos utilizados se encuentran asignados de manera eficiente. La pregunta clave, una vez diferenciados ambos tipos de eficiencia, es: ¿cómo llegar a la *eficiencia económica*? A esta pregunta responden diferentes escuelas.

Para intentar demostrar la importancia del análisis, el trabajo se basará en los siguientes 5 puntos:

1. *La eficiencia técnica*. Este punto se enfocará en explicar el concepto de eficiencia técnica y en mostrar por qué no es suficiente para guiar a la economía.
2. *La eficiencia económica*. En esta sección se verá la importancia de la misma para poder satisfacer las necesidades de los consumidores y además se planteará el dilema de si ésta es alcanzable o no. Se observará, en primera instancia, el enfoque de la economía convencional y luego se verán críticas a dicho enfoque.
3. *La eficiencia técnica y Keynes*. Este tercer punto se centrará en mostrar por qué las políticas de tinte keynesiano jamás podrán alcanzar la eficiencia económica.
4. *La solución de la Escuela Austriaca de Economía*. El presente apartado propondrá una solución alternativa a la de la economía convencional más completa y con un enfoque más enriquecedor.
5. *La eficiencia dinámica*. Por último, este punto se encuentra dirigido a brindar una visión más innovadora y actualizada del asunto.

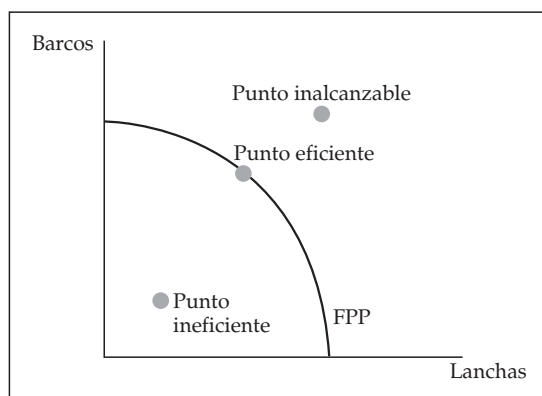
El objetivo es estudiar qué mecanismo es más correcto para lograr la *eficiencia económica*, en caso de que ésta pueda lograrse, y si el concepto de *eficiencia dinámica* suple o se complementa con el de *eficiencia económica*. Es de importancia destacar que tanto

la postura presentada por la economía convencional como la de la Escuela Austriaca tienen sus puntos fuertes dependiendo de si se aceptan o rechazan ciertas premisas. De todos modos, el presente trabajo intentará demostrar por qué el enfoque de la Escuela Austriaca de Economía es mucho más sólido y consistente que el de la economía convencional.

I EFICIENCIA TÉCNICA

La eficiencia técnica refleja si los recursos son explotados al máximo de su capacidad productiva o no. Es decir, si hay capacidad ociosa de los factores productivos o si están siendo usados al cien por ciento. En economía, hay un famoso gráfico llamado *Frontera de Posibilidades de Producción (FPP)* que resume esta idea. El gráfico es el siguiente:

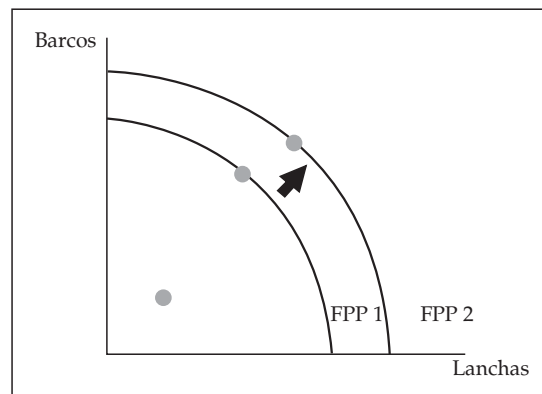
GRÁFICO 1
FRONTERA DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN



En el gráfico se puede observar que se analizan la producción de dos bienes, la producción de «Lanchas» en el eje de las X y la producción de «Barcos» en el eje de las Y. La *Frontera de Posibilidades de Producción* es la curva cóncava representada por FPP.

Un punto por debajo de la FPP quiere decir que no se están utilizando todos los recursos productivos, es decir, hay capacidad ociosa alcanzando un punto *ineficiente*. Un punto sobre la curva FPP implicaría que se están utilizando todos los recursos disponibles, es decir, no hay capacidad ociosa y se alcanza un punto *tecnológicamente eficiente*. Por último, a un punto por arriba de la FPP se lo llama *inalcanzable* debido a que no se poseen los suficientes recursos para alcanzar dicho punto. En otras palabras, estando por debajo de la curva FPP, se podrían estar produciendo más lanchas y/o más barcos pero no se está llevando a cabo dicha producción y sobran recursos. Situados sobre la curva FPP ya no hay recursos para producir más barcos ni lanchas y un punto por encima de la curva FPP refleja una situación inalcanzable porque no existen los recursos para producir dichas cantidades de barcos y lanchas. Para poder llegar al punto inalcanzable se requiere de un avance tecnológico que desplace la FPP hacia la derecha, por ejemplo:

GRÁFICO 2
EXPANSIÓN DE LA FRONTERA
DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN

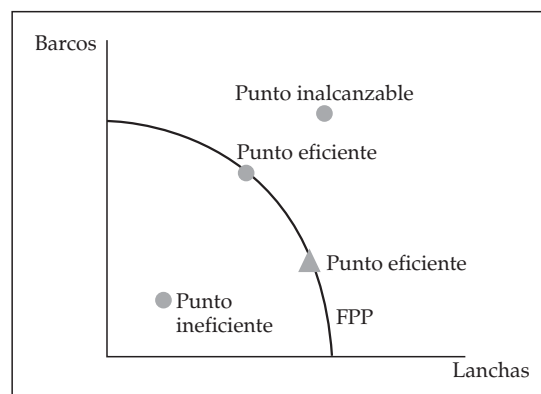


Los avances tecnológicos, la utilización de mejores bienes de capital, el *know how*, permiten producir una mayor cantidad de bienes y servicios y desplazan la FPP hacia la derecha generando un

desarrollo económico. Este punto se verá más adelante con mayor detalle. Por el momento, lo importante es focalizarse en el gráfico anterior donde todavía no se presencian avances tecnológicos.

El hecho de estar sobre la FPP es lo que se denomina *eficiencia técnica*. Se están aprovechando todos los recursos disponibles, técnicamente se es eficiente para producir un bien determinado. Por ejemplo, supongamos que dichos factores productivos son utilizados sobre la FPP en el punto señalado del gráfico. Esto nos permite explotar al máximo nuestros recursos y así podremos producir, por ejemplo, 8 barcos y 6 lanchas.¹ Pero para la *eficiencia económica* lo que es importante analizar es: ¿en qué cantidades los consumidores están demandando barcos y lanchas? ¿Más barcos que lanchas, a la inversa o equilibrado? Veamos un ejemplo. Supongamos que otro productor sostiene que se demandan más lanchas que barcos. Se representará nuevamente el gráfico agregando un triángulo sobre la FPP, el cual refleja que se estarían destinando los recursos a producir más cantidad de lanchas y menos de barcos.

GRÁFICO 3
EFICIENCIA TÉCNICA EN LA FRONTERA
DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN



¹ Si bien en el gráfico de la FPP, el bien X y el bien Y representan una economía con dos bienes y puede resultar más sencillo ver como destinar los recursos, en el mundo real, al haber una gran cantidad de bienes y servicios resulta más difícil poder determinar qué bienes se encuentran demandando en ese momento los consumidores.

¿Cómo saber qué punto sobre la FPP es más eficiente? ¿El círculo o el triángulo? ¿U otro que no se haya marcado? ¿En qué cantidades se encuentran los consumidores demandando los bienes que ofrece el mercado? Ésa es la pregunta que responderá la *eficiencia económica*.

Hasta aquí, lo que podemos afirmar con certeza es que tanto en el círculo como en el triángulo, puntos ubicados sobre la FPP, se están utilizando todos los recursos productivos y no hay capacidad ociosa. En el caso del círculo se producen más barcos que lanchas, en el caso del triángulo se producen más lanchas que barcos pero, nuevamente, ¿qué están demandando las personas? Como se dijo, esta pregunta no puede ser respondida por la *eficiencia técnica*. Como ya se mencionó, dicha eficiencia sólo nos muestra si se están utilizando los factores de producción en su totalidad, pero no si se están utilizando en producir los bienes que la gente demanda.

Por último, cabe mencionar que existen diversas formas de la FPP dependiendo de su pendiente. Es lo que se llama Relación de Transformación del Producto (RTP) que en palabras del economista Walter Nicholson se define como «la relación de transformación del producto entre dos productos es la pendiente con signo negativo de la frontera de posibilidades de producción de estos productos».² En otras palabras, cuanto mayor sea la pendiente negativa más cantidades del eje de las Y (barcos) habrá que renunciar para obtener una unidad adicional de X (lanchas); es lo que se llama una RTP creciente. De todas maneras, la magnitud de la pendiente negativa de la FPP no afecta las conclusiones ni el enfoque del presente trabajo.

II EFICIENCIA ECONÓMICA

Se ha visto que estar en un punto sobre la FPP nos garantiza la *eficiencia técnica*, es decir, no poseer capacidad ociosa. Por ejemplo, estamos utilizando los factores productivos para producir

² Nicholson, W. (2005), p. 432.

1000 teléfonos. Sin embargo, lo realmente importante a analizar es si la gente se encuentra demandando teléfonos. En una economía que ofrezca una diversa cantidad de bienes y servicios no solo se posee el problema de asignar eficientemente los recursos, sino que además se debe estudiar si se están utilizando para los bienes que las personas demandan. El problema que posee la economía es resolver el dilema de asignación.

Aquí es donde entra en juego la *eficiencia económica*. Aquel punto, sobre la FPP, que a la vez sea utilizado para producir los bienes que demandan los consumidores alcanzará la *eficiencia económica*. De lo contrario solo estamos ante la presencia de *eficiencia técnica* produciendo bienes que pueden no ser demandados, o bien, que no son demandados en esas cantidades mal asignando los recursos. Sintetizando, se utilizan la totalidad de los recursos sin tener capacidad ociosa pero para producir bienes que no serán comprados en su totalidad por los consumidores.

Si se logra encontrar el punto sobre la FPP que permita producir los bienes que los consumidores demandan entonces habremos logrado la *eficiencia económica*. Puede ocurrir que consumidores demanden barcos y lanchas pero no en las cantidades que se están produciendo. En ese caso, si se alcanzaría la *eficiencia técnica* pero no la *eficiencia económica*.

¿Cómo alcanzar la *eficiencia económica*? La respuesta dependerá de la escuela que se estudie. Se examinará primero la respuesta que brinda la economía convencional.

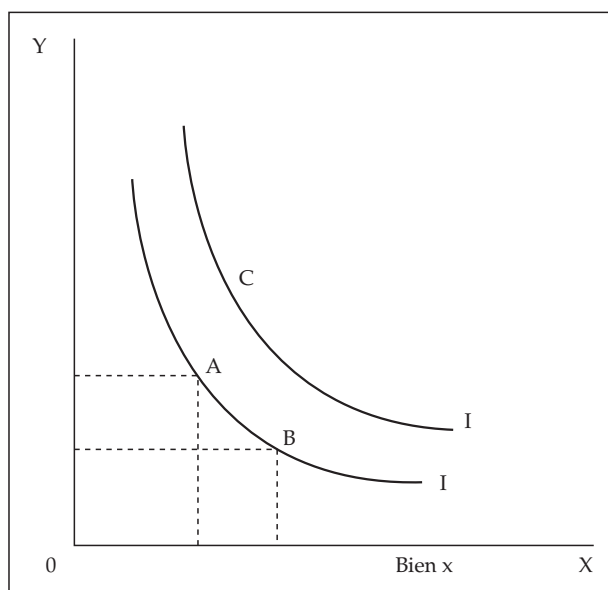
1. La eficiencia económica en la economía convencional

Para entender la lógica que planteará la economía convencional es importante primero explicar y desarrollar el concepto de *curva de indiferencia*.³ Una *curva de indiferencia* muestra la relación entre dos bienes en donde el consumidor se mantiene indiferente. Es decir, siempre que el consumidor se encuentre sobre la *curva de*

³ Esto es importante debido a que la *curva de indiferencia* forma parte de la explicación de cómo lograr la *eficiencia económica*. No podría ser explicada con la ausencia del concepto de *curva de indiferencia*.

indiferencia le será indistinto consumir más bienes de X y menos de Y o viceversa. El siguiente gráfico puede resultar esclarecedor:

GRÁFICO 4
CURVAS DE INDIFERENCIA

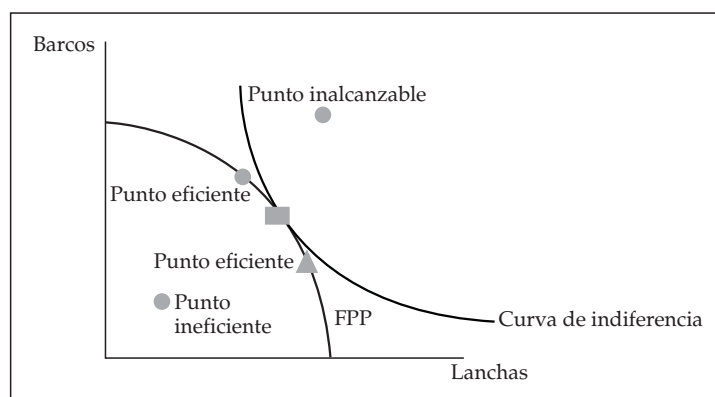


La *curva de indiferencia* I muestra distintas combinaciones de consumo para una persona en el cual la satisfacción total es la misma, o sea, cualquier punto de la curva le es indiferente. En el punto A consume más bienes de «Y» y menos de «X»; en el punto B consume más bienes de «X» y menos de «Y». Lo importante es que le es indiferente estar en A o en B. En definitiva, la *curva de indiferencia* son diferentes combinaciones de consumo para el cual la persona se mantiene indiferente porque su nivel de satisfacción es el mismo. Tanto el punto A como el punto B le brindan el mismo nivel de utilidad al consumidor.

Cuanto más alejada esté la *curva de indiferencia*, mejor es la situación del consumidor porque significa que éste puede obtener más de ambos bienes. La *curva de indiferencia* I brinda menor utilidad que la *curva de indiferencia* I'.

Una vez comprendido el concepto de *curva de indiferencia* se está en condiciones de ver la solución que sugiere la economía convencional para lograr la *eficiencia económica*. Esto sucede en el punto en el cual la *curva de indiferencia* se hace tangente a la FPP. Gráficamente sería de la siguiente manera:

GRÁFICO 5
FRONTERA DE POSIBILIDADES DE PRODUCCIÓN
Y CURVA DE INDIFERENCIA



Podemos observar en el gráfico, que el cuadrado muestra el punto en donde la FPP y la *curva de indiferencia* son tangentes. En ese punto se igualan una situación de *eficiencia técnica* que además es demandada por los consumidores. Por lo tanto, ese y sólo ese punto de la FPP representa la *eficiencia económica*. La gente se encuentra demandando cierta cantidad de barcos y de lanchas (el cuadrado negro en el gráfico) y además se están utilizando todos los recursos produciendo sobre la FPP. Cualquier otro punto sobre la FPP no logra la *eficiencia económica*, solo logra la *eficiencia técnica*. Es importante volver a destacar que lo importante es lograr la *eficiencia económica* ya que de nada nos sirve ser eficientes para producir barcos y lanchas si después no serán demandados. Simplemente estaríamos desperdiciando recursos, destruyendo capital.

Si se produce un avance tecnológico y la FPP se desplaza hacia la derecha, la nueva FPP se encontrará con una mayor curva de indiferencia brindando un nuevo punto de *eficiencia económica*.

Si se pusiera un freno aquí pareciera estar el problema resuelto. Para lograr *eficiencia económica* hay que encontrar el punto en donde la FPP sea tangente con la *curva de indiferencia* de los consumidores. Sin embargo, la curva de indiferencia posee algunos aspectos que complican el razonamiento planteado. Los autores de la Escuela Austriaca de Economía⁴ promueven un recalcado énfasis en la subjetividad del valor.

Carl Menger, Stanley Jevons y León Walras fueron los tres economistas que provocaron la revolución marginal derivando en el concepto del valor subjetivo. Este punto será de gran importancia dentro del pensamiento de la Escuela Austriaca de Economía. Al ser el valor subjetivo, sólo el individuo mismo sabe qué es lo que demanda. Es prácticamente imposible que un gobernante de turno pueda «leer» las necesidades de una población.⁵ De ahí la inviabilidad del socialismo y el intervencionismo, ya que carecerán de medios para saber qué es lo que las personas demandan ni con qué fines. La economía convencional pareciera ignorar la importancia de la subjetividad del valor al estudiar las *curvas de indiferencia* ya que asume que los bienes que se analizan son sustitutos. Para refutar este punto se analizará la validez de la *curva de indiferencia* desde dos perspectivas:

- a) La *curva de indiferencia* del individuo y la *curva de indiferencia* de una sociedad.
- b) El rol de las expectativas en las *curvas de indiferencia*.

También, se analizará el rol que juega la información para predecir en economía:

- c) Información Perfecta.

⁴ Carl Menger, Eugen Böhm Bawerk, Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Murray Rothbard y muchos otros.

⁵ A mayor tamaño de la población, menor será la probabilidad de una economía planificada. Es una relación inversa.

a) *La curva de indiferencia del individuo
y la curva de indiferencia de una sociedad*

Para el caso planteado, barcos y lanchas serían sustitutos. Asumir el supuesto de que ambos bienes son sustitutos para una sociedad es errado ya que solo se puede dibujar la *curva de indiferencia* de personas particulares por separado. El economista Murray Rothbard hizo mucho énfasis en este punto. Casualmente los bienes que se tomaron como ejemplo (barcos y lanchas) son coincidentes con los que utilizó Rothbard en su libro *Man, Economy and State*. El punto que quiere remarcar Rothbard es que una persona A puede estar demandando un barco porque le gusta navegar, pero tal vez otra persona B lo demande como lugar de recreo para despejarse. Para el primer caso la lancha si representa un sustituto, pero para la persona B tal vez no; en cambio, una casa de recreo si puede ser un sustituto para la persona B. En palabras de Rothbard:

If the price of yachts becomes too high, the consumer can substitute expenditure on mansions, or he can substitute books for television sets, etc.⁶

Si bien Rothbard utiliza el ejemplo analizando sustitutos de un posible monopolio, el ejemplo no deja de ser aplicable para el presente trabajo. En síntesis, le corresponde solamente al consumidor evaluar que bienes considera él que son sustitutos y complementarios. No es tarea del economista, ni del político, ni del empresario. Jamás podrían hacerlo debido a la subjetividad del valor. Una persona A puede desayunar café porque la cafeína hace que se despierte, una persona B puede desayunar café porque se siente bien yendo a trabajar con algo en el estómago. Para la persona A puede que el té no sea un sustituto ya que si el té no logra despertarlo no puede ser sustituto del café y dicha persona tomaba café en primera instancia porque lo que demandaba era despertarse. En cambio para la persona B sí puede ser un sustituto el té ya que demandaba ir a trabajar con algo en el estómago. Una

⁶ Rothbard, Murray N. (1962), p. 596.

vez más, se puede observar que depende del individuo evaluar dichas cuestiones. Sin embargo, cualquier manual de microeconomía decretaría que el té y el café son sustitutos.⁷

Yendo a nuestro caso concreto, podemos concluir que no se puede afirmar que los barcos y los yates sean sustitutos para toda una sociedad. Sí puede dibujarse la curva de indiferencia de un individuo, pero de allí a asumir que esa curva de indiferencia puede ser cierta para una sociedad, como lo hacen los manuales con el café y el té por ejemplo, es un error. Los bienes que se producen son demandados por muchas personas, el no poder representar gráficamente una curva de indiferencia para el conjunto de la sociedad imposibilita a la economía convencional encontrar el punto de tangencia entre la FPP y la *curva de indiferencia*. Al no poder definir si los bienes son sustitutos o complementarios para la sociedad, no es posible dibujar las curvas de indiferencia. Este es un primer problema que presenta la solución brindada por la economía convencional: es posible dibujar una *curva de indiferencia* para un individuo pero no para la sociedad. De esta manera se hace evidente el problema de no poder graficar la tangencia de la FPP con la *curva de indiferencia* y nuevamente la imposibilidad de no poder determinar la *eficiencia económica*. Se vuelva al punto inicial.

b) *El rol de las expectativas en la curva de indiferencia*

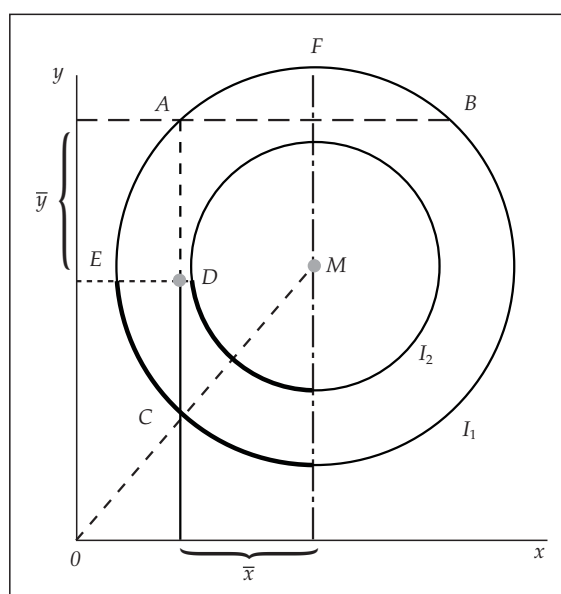
Sin embargo, éste no es el único problema que puede presentar una *curva de indiferencia*. Existe un segundo problema y es que dicha curva no tiene en cuenta el rol de las expectativas. Oskar Morgenstern en su paper «Thirteen Critical Points in Contemporary Economic Theory: An Interpretation» señala este problema de la *curva de indiferencia*. El autor sostiene que dentro de una misma curva de indiferencia puede existir un punto preferible a otro,⁸

⁷ Lo cual puede ser cierto para algunas personas. Pero no puede decretarse que es cierto para el conjunto de la sociedad.

⁸ Este punto tiene validez sólo en el caso que se tenga en cuenta el rol de las expectativas futuras.

es decir, el consumidor no estaría siendo indiferente dentro de la misma curva de indiferencia. A continuación se mostrará el gráfico que el autor posee en su trabajo.

GRÁFICO 6
ANÁLISIS CURVA DE INDIFERENCIA



Fuente: Morgenstern, O. *Thirteen Critical Points in Contemporary Economic Theory: An Interpretation*. 1972.

Para comprender el gráfico de Morgenstern es mejor citar sus propias palabras:

Consider the classical diagram, Pareto's «colline de plaisir», with M the highest point. A and B are on I_1 , defined as indifferent; furthermore $M > I_n > \dots > I_2 > I_1$. $A = B$ is the case only if the individual is unable, or not allowed, to throw away those excess amounts of both x and y which would bring him to M , his maximum of utility. Occasionally in the literature «free disposal» is mentioned, but no further analysis given...⁹

⁹ Morgenstern, O. (1972), p. 1179.

Pero para entenderlo mejor, es importante concentrarse en las partes de las *curvas de indiferencia* que se encuentran en un negro más resaltado. Se puede observar que el punto E y el punto C se encuentran sobre la misma curva de indiferencia. Morgenstern sostiene, que al entrar las expectativas en juego las condiciones puedan cambiar. Si se espera que el precio de X disminuya, el consumidor probablemente se vea motivado a no consumir hoy para consumir más en el futuro.¹⁰ Suponiendo que una persona se encuentra en el punto E, al disminuir el precio de X puede comprar más bienes de ese bien y así moverse a la curva de indiferencia I_2 . Si una persona se encuentra en el punto E se puede observar claramente que fácilmente se puede desplazar al punto D alcanzando una *curva de indiferencia mayor*. En cambio si una persona se encuentra en el punto C, el precio de X puede bajar, la persona podrá comprar más bienes de X pero no alcanzará la *curva de indiferencia* I_2 . En el gráfico se puede observar la diferencia entre el punto E y C. Bajo la lógica que plantea Morgenstern, con expectativas de que los precios de X van a disminuir, el punto E es preferible al C y sin embargo se encuentran sobre la misma curva de indiferencia. Al entrar en juego el rol de las expectativas se pone en tela de juicio que los puntos sobre la misma *curva de indiferencia* sean indiferentes. Además, cada individuo puede tener expectativas muy distintas.

Este error surge de aplicar matemática a la teoría económica. No hay que olvidar que en la ciencia económica, la causalidad es teleológica¹¹ y que por lo tanto los pasajes de términos no son válidos. En economía las constantes cambian continuamente, es por eso que el uso de las matemáticas no siempre es apropiado.

Por otra parte, como señala Alberto Benegas Lynch (h), la indiferencia anularía la capacidad de acción humana para elegir. En sus propias palabras:

¹⁰ Cuando baje el precio de X.

¹¹ Para causalidad teleológica se puede ver el siguiente párrafo de Mises en su tratado de Economía, *La Acción Humana*: «Si tomamos el término de causalidad en su sentido más amplio, la teleología puede considerarse como una rama del análisis causal. Las causas finales son las primeras de todas las causas. La causa de un hecho es siempre determinada acción o cuasi acción que apunta a un determinado objetivo.»

... la falacia crucial de la «indiferencia» es que no tiene relación alguna con la acción. Si un hombre fuera realmente indiferente entre dos alternativas no podría elegir entre ellas y, por ende, no hay acción. Toda acción demuestra preferencia: preferencia de una posibilidad frente a otras. No hay entonces rol alguno para el concepto de la indiferencia en la economía.¹²

c) *Información Perfecta*

El problema de decidir cuál es la mejor manera de utilizar el conocimiento que inicialmente se encuentra disperso entre toda la gente es, cuando menos, uno de los principales problemas de la política económica.¹³

Esta cita de Hayek resume de manera clara el problema desde el punto de vista de la Escuela Austriaca de Economía. El otro gran problema que tiene la economía convencional en la utilización de sus manuales es el supuesto de que todos los individuos poseen información completa. Si esto fuera así, sería cierto que lo único que resta hacer es ordenar los datos ya disponibles. Es así como se llega a problemas de maximización y minimización. Debido a que los datos se encuentran dados solo queda «acomodarlos». Sin embargo, no es así como funciona el mundo real. Lo que Hayek plantea es que la economía convencional está salteando un paso, primero hay que descubrir los datos y luego maximizarlos.¹⁴ Hayek distingue en dos tipos de conocimiento: a) El conocimiento científico y b) conocimiento no científico.

El primero es aquel que podría llegar a ser dominado por los expertos y científicos. Pero, como señala Hayek, se suele creer que es el único tipo de conocimiento cuando no es así. Existe también el conocimiento no científico que es desorganizado y este conocimiento depende de circunstancias de tiempo y de lugar. Este segundo tipo de conocimiento es el que los científicos no pueden dominar y depende de cada individuo. Si el gobernante de turno

¹² Benegas Lynch (h) (2011), p. 75.

¹³ Hayek (1945), p. 159.

¹⁴ Este punto se discutirá en más detalle en la sección siguiente.

logra triunfar en la difícil tarea de ordenar el conocimiento científico aún le restaría ordenar el conocimiento no científico y eso le resultara imposible porque como se mencionó; éste depende y varía según cada individuo y según el tiempo y el lugar y por ende no puede ser comunicado bajo ninguna forma de estadística. De allí que Hayek señale que el planeamiento no puede ser centralizado, debe ser descentralizado. En sus propias palabras:

Si estamos de acuerdo en que el problema económico de la sociedad es principalmente un problema de adaptarse rápidamente a los cambios en las circunstancias específicas de tiempo y lugar, de ahí se sigue que las decisiones últimas deben dejarse a las personas que conocen estas circunstancias; que conocen directamente los cambios significativos y los recursos que están directamente a la mano para hacerles frente.¹⁵

El problema de la información se volverá a ver brevemente más adelante. Pero si la información no es perfecta y se encuentra dispersa como sostiene Hayek, entonces no poseemos los datos necesarios para lograr que la FPP toque tangencialmente las *curvas de indiferencia* de los consumidores.

En respuesta, la economía convencional sostiene que lo importante en los supuestos que se toman es su capacidad de predicción más allá de si son reales o no. Por otra parte, se le objeta a la economía convencional que predecir no es lo mismo que explicar y lo que la ciencia económica debe hacer es intentar explicar.¹⁶ En el presente trabajo se adoptará la postura crítica a la de Milton Friedman. Para quienes crean en ellas, las líneas que siguen las encontrarán refutables.

Una vez aclarado ese punto se puede proseguir con la idea de que si bien la economía convencional brinda una solución para llegar a la *eficiencia económica*, la teoría que ofrece sobre *curvas de indiferencia* recibe algunas críticas que invalidarían el resultado de alcanzar la *eficiencia económica*. Ello sería posible si el conocimiento

¹⁵ Hayek, Friedrich, *op. cit.*, p. 163.

¹⁶ Para un análisis detallado del tema ver: von Mises, Ludwig. *Ultimate Foundation of Economic Science*. Indianapolis: Liberty Fund. 1962. Hayek, Friedrich *The Counter-Revolution of Science*. Indianapolis: Liberty Press. 1952.

fuera perfecto, como sostiene la economía convencional. Pero dado que no lo es, no hay manera de ordenar matemáticamente los datos para lograr la maximización del problema. O en palabras de Kirzner:

... la decisión humana no se puede explicar puramente en términos de maximización, de una reacción «pasiva» que toma la forma de adoptar el «mejor» curso de acción, según lo marcan las circunstancias.¹⁷

Se debe tener en cuenta además, que si el conocimiento fuera perfecto estaríamos en el campo de la no acción porque todo se ajustaría automáticamente. La acción humana que menciona Mises se basa en la incertidumbre futura y por eso al referirse a los empresarios sostiene que se maneja con precios esperados. El asumir conocimiento perfecto se estaría suponiendo transitar el campo de la no acción. La siguiente cita de Alberto Benegas Lynch (h) puede resumir esta última idea planteada:

La acción humana implica incertidumbre puesto que si el hombre conociera el futuro no elegiría ni optaría, puesto que las cosas inexorablemente se sucederían según lo ya conocido de antemano (incluyendo por definición los movimientos del sujeto que posee ese conocimiento) lo cual significaría que no hay acción.¹⁸

Nuevamente reaparece el dilema sobre cómo llegar a la *eficiencia económica*. Aquella persona que no se encuentre convencida de la solución que brinda la economía convencional estaría volviendo al punto de inicio de este trabajo. La Escuela Austriaca de Economía plantea una alternativa para lograr una solución, pero antes de ver qué solución o alternativa plantea, se realizará un «paréntesis» para comentar la opinión de Keynes y la solución que propuso en la crisis del 30. Una vez analizado el punto de Keynes se pasará a plantear la alternativa de la Escuela Austriaca de Economía.

¹⁷ Kirzner (1990), p. 53.

¹⁸ Benegas Lynch (h) (1972), p. 66.

III LA EFICIENCIA TÉCNICA Y KEYNES

Al aparecer la crisis del 30 el economista John Maynard Keynes tomó protagonismo tras sostener que el capitalismo es el responsable de la crisis¹⁹ y puso en tela de juicio la mano invisible de Adam Smith. El argumento de Keynes llevado a nuestro gráfico es: «Nos encontramos en un punto por debajo de la FPP. Dejemos que el gobierno intervenga para empujar el punto ineficiente a un punto sobre la FPP y así lograr una *eficiencia técnica*». En realidad, Keynes no habló propiamente de la *eficiencia técnica* sino que su propuesta era ir hacia el pleno empleo, lo que indirectamente implicaba trasladarse a un punto de la FPP ofreciendo trabajo a las personas. El problema, como ya se mencionó, es que la *eficiencia técnica* no nos garantiza la *eficiencia económica*, y si esto no se logra lo único que lograremos tarde o temprano es desperdiciar recursos.²⁰

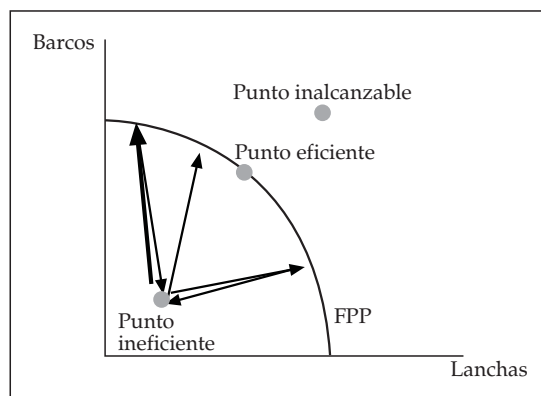
Para poder entender mejor el riesgo de la política emisora de Keynes se puede ver el siguiente ejemplo. Supongamos que la economía se encuentra en un punto por debajo de la FPP y Keynes sugiere empujar la economía hacia el pleno empleo, lo que implica intentar ir hacia un punto sobre la FPP para producir cierta cantidad de barcos y lanchas. Pasa el tiempo y el mercado da señales de que no se están demandando barcos y lanchas en esas cantidades. Hasta aquí logramos desperdiciar recursos y estos vuelven a estancarse y volvemos a ubicarnos en un punto por debajo de la FPP volviendo a obtener capacidad ociosa. Ahora supongamos que un keynesiano proponga volver al pleno empleo dirigiéndose hacia otro punto de la FPP ya que cree que se produjeron pocos barcos y muchas lanchas y la gente demandaba a la inversa. Si este punto es el que nos permite producir los bienes

¹⁹ Keynes (1930).

²⁰ Es importante entender la época en que vivía Keynes. La crisis del 30 fue muy fuerte y esto lo llevó a que sus ideas y escritos se centren en salir de la crisis como objetivo primordial. No es lo mismo plantear «remedios» keynesianos ante la presencia de fuertes crisis que como política económica. Es decir, no es lo mismo Keynes que los keynesianos.

que nos llevan a la *eficiencia económica* todo marchara bien, pero si el gobernante de turno erró en su predicción, nuevamente estaremos desplazándonos hacia un punto por debajo de la FPP. Es por eso que se dice que Keynes proponía «que una persona cabe un pozo y otro lo tape».²¹ Este mecanismo puede continuar y tal vez por iteración se llegue al punto de la *eficiencia económica*. Podría llegarse por iteración, pero las alternativas son tantas que se complica la probabilidad de acierto. El siguiente gráfico puede mostrar el problema:

GRÁFICO 7
LA EFICIENCIA TÉCNICA Y KEYNES



El recorrido comenzaría con la flecha más oscura. Keynes sostendría que hay que moverse hacia la FPP,²² pero al no lograr la *eficiencia económica* tarde o temprano termina moviéndose a un punto ineficiente nuevamente y volverá a incrementar el gasto para volver a llegar a un punto sobre la FPP, pero otra vez, si no es *económicamente eficiente* ocurrirá lo mismo y así sucesivamente. El problema sigue siendo que debido a la subjetividad del valor

²¹ No son palabras de Keynes. Es su ejemplo llevado al extremo.

²² Siempre hablando implícitamente debido a que en realidad él mencionaba que hay que generar trabajo para acercarse al pleno empleo.

el gobernante de turno no puede saber qué es lo que la gente está demandando.

Además como menciona Benegas Lynch (h) la inversión del estado no es una buena inversión porque sólo el libre mercado puede dirigir la asignación de recursos como se observará más adelante. Es una cuestión de costo de oportunidad:

Cuando el gobierno saca coactivamente recursos de la comunidad, su asignación técnicamente no puede llamarse «inversión», puesto que los sujetos actuantes en el mercado no estiman que dadas las circunstancias aquel específico consumo futuro traerá aparejado mayor rendimiento que la alternativa seleccionada por el mercado; de allí que, precisamente, se requiere la coerción.²³

Otra opción es la del libre mercado elaborada por la Escuela Austriaca de Economía que se analizará a continuación.

IV LA SOLUCIÓN DE LA ESCUELA AUSTRIACA DE ECONOMÍA

A grandes rasgos la Escuela Austriaca de Economía postula que: el valor es subjetivo; que se debe respetar el derecho de propiedad; que la información está dispersa, que los precios no deben intervenir y que las nuevas oportunidades de beneficios son descubiertas por los empresarios. En mayor o menor medida éstas son las bases teóricas de la Escuela Austriaca de Economía. Se analizarán dichos puntos a continuación y se irá observando que esta escuela ve un enfoque muy distinto al del equilibrio general competitivo. Los autores de esta escuela no creen que los datos se encuentren dados y que simplemente haya que maximizarlos con ecuaciones matemáticas; por el contrario, ven a la economía como un proceso de aprendizaje con información dispersa donde el mercado tiende a guiar a los consumidores y productores hacia el equilibrio.

²³ Benegas Lynch (h), *op. cit.*, pp. 368-369.

Se comenzará por analizar la *subjetividad del valor*. Cada consumidor tiene su escala individual de valores, esto es lo que hace que el valor sea subjetivo. Una persona puede valorar un bien y otra persona puede valorar aún más el mismo bien (o puede valorarlo menos), o incluso no valorarlo en absoluto. Debido a que el valor es subjetivo es que puede existir el intercambio. Cuando dos personas realizan una transacción, la realizan porque esperan beneficiarse, de lo contrario no actuarían de esa manera. Gracias a que ambas personas valoran el mismo bien de manera distinta se produce el trato. Es lo que Mises denominó una «*win-win situation*». La *subjetividad del valor* tuvo sus orígenes en la revolución marginal con Carl Menger, Stanley Jevons y León Walras. Estos tres autores llegaron a la misma conclusión de manera simultánea. Fue dicha revolución la que solucionó el problema de la paradoja del valor. ¿Cómo era posible que un diamante que tiene poca utilidad tenga un valor mayor que el agua que era mucho más abundante y de mucha mayor utilidad? Surgió allí el concepto de *utilidad marginal* y se llegó a la conclusión que no es lo mismo analizar unidades por separado que stocks. Ludwig von Mises fue muy claro en este punto en su tratado de economía *La Acción Humana*:

El aprecio de las existencias totales de dos cosas puede diferir de la valoración de algunas de sus porciones. Un hombre aislado que posea siete vacas y siete caballos puede valorar en más un caballo que una vaca; es decir, que, puesto a optar, preferirá entregar una vaca antes que un caballo. Sin embargo, ese mismo individuo, ante la alternativa de elegir entre todos sus caballos y todas sus vacas, puede preferir quedarse con las vacas y prescindir de los caballos.²⁴

Que el valor sea subjetivo es lo que permite que exista intercambio. Y si el intercambio es libre, las personas que participan del mismo, lo realizan porque esperan beneficiarse ya que de lo contrario no realizarían el intercambio.²⁵ Los individuos tendrán

²⁴ Von Mises (1949), p. 147.

²⁵ Por supuesto puede ocurrir que luego de realizar el intercambio no quede satisfecha la persona. En ese caso habría incurrido en un error, pero al momento de realizar el intercambio esperaba beneficiarse por más que ex post no se haya beneficiado.

sus diversas escalas de valoraciones facilitando la posibilidad de intercambio. En el libre intercambio las personas persiguen su interés personal. Y eso no está mal ya que como mencionaba Adam Smith, el bienestar individual terminará por generar el bienestar general. Esto es lo que predicaba con su famosa «mano invisible». Esta mano invisible es el equivalente a lo que Hayek denominó «orden espontáneo». Dicho orden es tan complejo que es muy difícil que pueda ser dirigido por una mente o por un gobernante de turno.

Ahora bien, para que haya libre intercambio es necesario que existan los *derechos de propiedad*. Nadie puede intercambiar lo que no es suyo. Por eso es importante la propiedad privada, para que cada uno tenga bienes de su posesión para intercambiar. El derecho de propiedad no puede ser ignorado ya que si se cree en el libre intercambio, nadie se esforzaría por producir si luego lo que él produce no podrá ser de su propiedad.²⁶ A su vez esto le limita las posibilidades de intercambio con otros agentes económicos. Otra gran ventaja de la propiedad privada es que el individuo se verá tentado a vigilar de sus bienes con un cuidado especial ya que los obtuvo con el sudor de su frente. Si no existiera la propiedad privada esta motivación de cuidado se perdería deteriorando así además la calidad de los bienes.

Con respecto a la *información*, ocurren dos cosas. Primero que la racionalidad del hombre es limitada y segundo, como señala el economista Friedrich von Hayek, la información se encuentra dispersa. Este punto ya se ha mencionado más arriba pero vale la pena repetirlo ya que si el supuesto de conocimiento se relaja, muchas teorías económicas quedan en tela de juicio. Como ya se ha mencionado, si la información fuera perfecta se estaría en condiciones de realizar ejercicios de maximización y minimización para alcanzar la *eficiencia económica*. Lamentablemente el supuesto es irreal. No es por casualidad que más tarde comenzaron a aparecer conceptos como «costos de aprendizaje» o «learning by doing» que buscaban solucionar el problema de la información, es decir, se admitía que había un costo por adquirir la información.

²⁶ En caso de que no exista la propiedad privada.

Pero si no se puede conocer toda la información, ¿cómo se opera en la economía? ¿Existe alguna guía?

La manera de interpretar la información es mediante *el mecanismo de precios* que guiará a los consumidores y productores para que realicen sus operaciones. Los precios tienen la increíble virtud de transmitir la información que no podemos conocer con un simple número. Guía tanto a oferentes como consumidores. El rol del precio en la Escuela Austriaca de Economía fue de tal importancia que Hayek hablaba de «El milagro del sistema de precios». Hayek señala:

En resumen, por medio de una especie de símbolo, sólo la información más esencial es comunicada, y es comunicada sólo a aquellos que les concierne.²⁷

Continúa señalando Hayek más abajo:

Lo maravilloso es que en un caso como el de la escasez de una materia prima, sin que se dicte ninguna orden ni que la causa sea de ello sea conocida más que, tal vez, por una decena de personas, ocurre que millones de personas, cuya identidad no podría ser determinada con meses de investigación, reduzca el uso de la materia prima o sus productos; es decir, de hecho sucede que se mueven en la dirección correcta. Esta es ya una maravilla.²⁸

El punto de Hayek es muy claro. Si poseo los recursos A, B y C para producir un bien X o un bien Y, si el precio de X es mayor al precio de Y (o si crece en mayor proporción que el que lo hace el de Y) me está dando la pauta de que ese mercado es más rentable y que la gente se encuentra demandando el bien X.

Como no podemos conocer toda la información, los precios son la guía para tomar nuestras decisiones. Es esto lo que se denomina *proceso de mercado*. Este proceso es un proceso de descubrimiento en donde el empresario es el actor principal. Al no ser perfecta la información entra en juego la incertidumbre.²⁹ Es el

²⁷ Hayek, *op. cit.*, p. 165.

²⁸ Hayek, *op. cit.*, p. 166.

²⁹ Esta variable no existe en la economía neo-clásica debido a que suponen que la información es perfecta.

empresario que mediante el *alertness*³⁰ descubre posibilidades de beneficios que creen valor. Si el empresario acierta genera un beneficio, si se equivoca incurrirá en pérdidas. El sistema de competencia se encargará de que los empresarios que tengan más desarrollado su *alertness* satisfagan las necesidades de los consumidores.

Por esta razón el mercado no se encuentra en equilibrio, sino en desequilibrio. La Escuela Austriaca de Economía analiza el proceso de mercado para acercarse al equilibrio, un equilibrio que nunca se alcanzará debido a que las circunstancias de tiempo y lugar varían día a día. La *eficiencia económica* es algo a lo que el mercado se aproxima pero nunca llega. Cada oportunidad de beneficio que no se descubrió aún por el empresario es un estado de desequilibrio y a su vez es, como señala Israel Kirzner, una oportunidad explotable de ganancia.

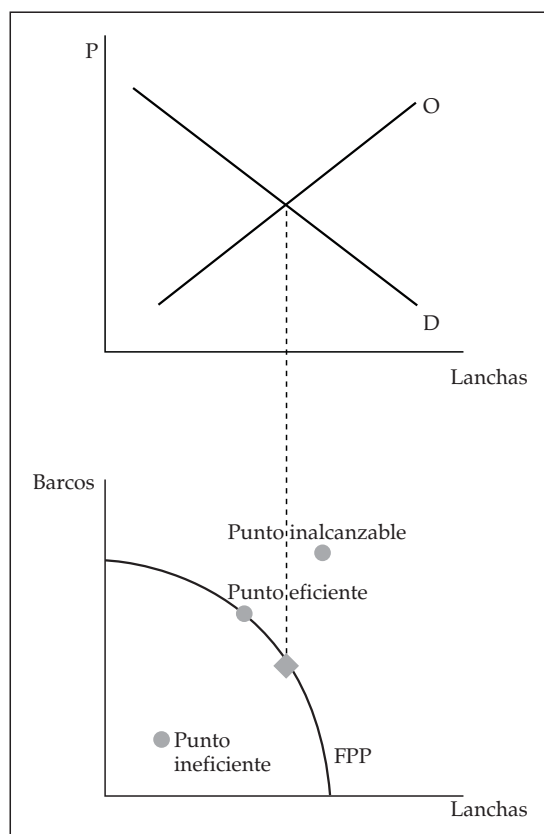
Los empresarios se verán incentivados por los beneficios que puedan obtener, buscarán oportunidades para explotar ya sea nichos no desarrollados, posibilidades de arbitraje, innovación, etc. El punto es que cada una de sus acciones nos acerca a la *eficiencia económica* y al equilibrio. No podemos saber cuál es el punto de la *eficiencia económica* pero si podemos saber que el proceso de mercado nos acerca al mismo. Con lo cual, las características mencionadas de la Escuela Austriaca de Economía se vuelven importantes para alcanzar la *eficiencia económica*.

Para mostrar la importancia que posee el sistema de precios, sin intervención, para lograr la *eficiencia económica* volveremos al gráfico que se venía analizando, pero esta vez comparándolo con un gráfico adicional (Gráfico 8).

El gráfico siguiente muestra el punto de equilibrio entre la cantidad de lanchas y su precio cuando no hay un gobierno que intervenga. Como se puede apreciar, en ambos gráficos el eje de las X representa la cantidad de lanchas, lo que nos permite trasladar el punto de equilibrio del gráfico superior al punto de la FPP que realmente es eficiente, económicamente hablando.

³⁰ Este término es introducido por Israel M. Kirzner y lo que implica es el estado de alerta de los empresarios para descubrir nuevas oportunidades de beneficios que no han sido explotadas.

GRÁFICO 8
LA EFICIENCIA ECONÓMICA Y LA ESCUELA AUSTRIACA



Finalmente, podemos ver que el punto inicial de producción (redondel) señalado sobre la FPP no brindaba una *eficiencia económica*, a pesar de encontrarse situada sobre la FPP. El que brinda la *eficiencia económica* es el cuadrado con forma de diamante. Mientras que las recetas keynesianas nos mantienen iterando en ida y vuelta desde un punto de la FPP a un punto ineficiente; el libre mercado nos orienta mediante el mecanismo de los precios, hacia el punto óptimo en términos técnicos y económicos. Es importante repetir para una mayor claridad, la *eficiencia económica* no se alcanzará en su totalidad debido a los constantes cambios que

sufre la economía pero es el mecanismo que más nos acerca a dicho punto.

Por último, Jesús Huerta de Soto, realiza un comentario enriquecedor sobre este debate que se analizará a continuación.

V

LA TEORÍA DE LA EFICIENCIA DINÁMICA

Jesús Huerta de Soto, en su artículo *La teoría de la eficiencia dinámica* crítica también el punto de la *eficiencia técnica*. Pero además, genera un enfoque más que interesante. El autor sostiene que los economistas se centran en discutir cómo llegar a la FPP y a la *eficiencia económica* cuando tal vez el debate debería girar en torno al proceso de descubrimiento.³¹ Señala Huerta de Soto:

Se trata, en suma, de aumentar los bienes por vía de la creatividad empresarial, es decir, del comercio y la especulación, más que evitando el despilfarro de los recursos que ya se poseen.³²

En este sentido entraríamos en un proceso dinámico ya que la creatividad de los empresarios y sus inversiones estarían generando cambios al igual que la escala valorativa de los consumidores. De allí el concepto de *eficiencia dinámica*. El punto señalado por Huerta de Soto implicaría lo siguiente en términos gráficos (Gráfico 9).

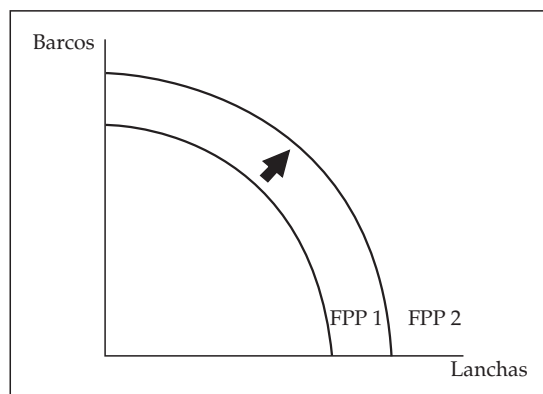
Como se puede apreciar, lo importante es estar constantemente expandiendo la FPP para lograr desarrollo económico. En su trabajo, Huerta de Soto hace un recorrido de varios autores hasta llegar al concepto de *eficiencia dinámica*, pero es posible darle un cierre a la idea con la siguiente cita:

... lo verdaderamente relevante, más que llevar el sistema hacia la frontera de posibilidades máximas de producción (considerando «dada» la correspondiente curva), consiste en aplicar sistemáticamente el criterio de eficiencia dinámica, que es aquel que

³¹ En concordancia con la Escuela Austriaca de Economía.

³² Huerta de Soto (2004), p. 15.

GRÁFICO 9
EFICIENCIA DINÁMICA



se fija en la capacidad del sistema para «mover» continuamente hacia la derecha la curva de posibilidades máximas de producción.³³

Teniendo en cuenta el apartado anterior y éste podríamos resumir que el mecanismo de precios es el que se ocupa de acercarnos a la *eficiencia económica* mientras que la teoría de la *eficiencia dinámica*, por medio del empresario, se concentra en expandir la FPP.

VI CONCLUSIÓN

En conclusión, no se debería pretender conocer más de lo que nuestras capacidades nos permiten. Además, como ya se mencionó, la información se encuentra dispersa y con el efecto de la globalización se dispersó aún más. Resultaría imposible que una persona cuente con toda la información para tomar las decisiones correctas teniendo en cuenta las valoraciones subjetivas de

³³ Huerta de Soto, *op. cit.*, pp. 25-26.

los individuos. Por ejemplo, un funcionario público puede opinar que en una determinada provincia hace falta desarrollar la industria del calzado mientras que otro funcionario puede opinar que la industria que hace falta desarrollar es la del cobre. Lo más probable es que ambos estén equivocados. Ambos desperdician recursos intentando dirigirse hacia un punto sobre la frontera de posibilidades de producción ineficiente en términos económicos. El rol de los precios a través del libre mercado nos brindará la información necesaria para poder optar por la decisión correcta y así lograr la *eficiencia económica*. Cualquier otro punto sobre la FPP hubiera terminado por desperdiciar recursos productivos consecuencia de una mala lectura del gobernante de turno.

Además, mientras que por un lado los precios nos aproximan a la *eficiencia económica*, por el otro, los empresarios con su alertness e innovaciones desarrollan la *eficiencia dinámica* expandiendo la FPP hacia la derecha. La economía convencional podrá ser capaz de mostrar un punto en donde la FPP realiza tangencia con la *curva de indiferencia* y así logra una *eficiencia económica*, pero sólo lo alcanza con supuestos discutibles. Lamentablemente al haber información imperfecta el mecanismo que más se aproxima hacia la *eficiencia económica* es el libre mercado basado en la teoría que tanto hincapié realizó la Escuela Austriaca de Economía. Tal vez sea hora de que los economistas modifiquen su perspectiva a la hora de encarar los problemas económicos. Hubo muchos economistas que realizaron observaciones acerca de la subjetividad del valor y su importancia y de no basarse en supuestos alejados de la realidad. Se ha observado que de lo contrario se puede llegar a conclusiones erróneas. En palabras de James M. Buchanan:

Deseo que los economistas modifiquen sus procesos de pensamiento, que contemplen los mismos fenómenos desde «otra ventana», por utilizar la apropiada metáfora de Nietzsche. Deseo que se concentre en el *intercambio* más que en la *elección*.³⁴

³⁴ Buchanan (1964), p. 124.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BENEGAS, A. (1972): *Fundamentos de análisis económico*, 12.^a ed. Buenos Aires: ISA Ediciones. 2011.
- BUCHANAN, J.M. (1964): «¿Qué deberían hacer los economistas?». *Libertas*, N.º 1, Octubre 1984, pp. 117-134.
- CACHANOSKY, J.C. (Septiembre 1994): «Certidumbre, incertidumbre y eficiencia económica.» *Laissez-Faire*, N.º 1, pp. 30-42.
- HAYEK, F.A. von (1945): «El uso del conocimiento en la sociedad». *Estudios Públicos*, N.º 12, 1983, pp. 157-169.
- (1948): «El significado de la competencia». *Libertas*, N.º 13, Octubre 1990, pp. 263-280.
- HAZLITT, H. (1946): *La economía en una lección*, 2.^a ed. Madrid: Unión Editorial. 1981.
- HUERTA DE SOTO, J. (2004): «La teoría de la eficiencia dinámica». *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, Vol. I, N.º 1, pp. 11-71.
- IRIGOIN, A.M. (Octubre 1998): «Desarrollo económico y función empresarial». *Libertas*, N.º 9, pp. 183-206.
- KEYNES, J.M. (1930): «The great slump of 1930». <http://gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html>
- KIRZNER, I.M. (Enero 1965): «What economist do». *Southern Economic Journal*, Vol. 31, N.º 3, pp. 257-261.
- (1986): «El empresario». *Libertas*, N.º 29, 1998, pp. 49-100.
- (1990): «El significado del proceso de mercado». *Libertas*, N.º 27, Octubre 1997, pp. 121-140.
- KRAUSE, M.E. (2011): *Economía, instituciones y políticas públicas*, 1.^a ed. Buenos Aires: La Ley.
- LEDESMA, J. (2003): *Economía. Teoría y política*, 1.^a ed. Buenos Aires: Pearson.
- MISES, L. von (1927): *Liberalism*, 4.^a ed. Indianapolis: Liberty Fund.
- (1949): *La acción humana. Tratado de economía*. 7.^a ed. Madrid: Unión Editorial.
- MORGENSTERN, O. (1972): «Thirteen critical points in contemporary economic theory: an interpretation». *Journal of Economic Literature*. American Economic Association. Vol. 10 (4), pp. 1163-1189.

- NICHOLSON, W. (2005): *Teoría microeconómica. Principios básicos y aplicaciones*. 8.^a ed. México: Thomson.
- RAVIER, A. (2010): *En busca del pleno empleo. Estudios de macroeconomía austriaca y economía comparada*. 1.^a ed. Madrid: Unión Editorial.
- READ, L. (1958): «I, pencil: My family tree». *Essays of Liberty*. Foundation for Economic Education. Vol. VI, pp. 371-379.
- ROTHBARD, M.N. (1962): *Man, economy and state*. 1.^a ed. Los Angeles: Nash Publishing.
- VARIAN, H.R. (1999): *Microeconomía Intermedia*. 5.^a ed. Barcelona: Antoni Bosch editor.

THE MISES-HAYEK BUSINESS CYCLE THEORY

ROBYN HARTE-BUNTING*

Resumen: El artículo es una visión general de la Teoría Austriaca del Ciclo Económico (TACE) basada en un primer contacto con la literatura. La TACE se presenta en términos de los fenómenos que intenta explicar: crisis económicas, concentradas en el sector bancario. Después se expone una breve investigación de las semejanzas y diferencias entre Mises y Hayek, los principales contribuyentes a la TACE. El trabajo concluye con unas recomendaciones de política económica que se analizan a la luz de la TACE.

Palabras clave: Crisis Financiera, Ciclo Económico, Inflación, Ahorro.

Clasificación JEL: B53, E42, E44, E61, G01, G21, P10, P20.

Abstract: The Paper is an Overview of Austrian Business Cycle Theory (ABCT) phenomena it is intended to explain, economy wide crisis especially concentrated on the banking sector. A short examination of similarities and differences between Mises and Hayek, the main developers of ABCT, is then given. Finally, some policy recommendations are examined in the light of ABCT.

Key words: Financial Crisis, Business Cycle, Inflation, Saving.

JEL Classification: B53, E42, E44, E61, G01, G21, P10, P20.

I INTRODUCTION

The Austrian School of Economics has contributed vastly to the body of knowledge of society. We can mention the subjective theory of value, its insights into the nature of our most important

* Master and PhD. Candidate in Economics of the Austrian School. Vega Agency, Vodni 1, Brno 60200. Czech Republic. Phone-00420 608 211 686.

knowledge as being inarticulate and dispersed, its account of methodology in economics and the improper use of mathematics by modern economists, and so on. However, I believe that the most pertinent, urgent and important contributions of the school in this era are twofold- firstly, that it is impossible to make economic calculations under central planning or socialism, this latter term understood as defined by Jesús Huerta de Soto as «any system of institutional aggression on the free exercise of human action or entrepreneurship.» (Huerta de Soto [2005] p. 4). Secondly, its development of Austrian Business Cycle Theory, an extremely powerful analytical framework for understanding the characteristic of repeated economic booms and subsequent busts which have plagued developed economies since at least the early 19th Century, and which are typically believed to be caused by inherent instability in the processes of free market capitalism. (We shall see that nothing could be further from the truth).

As we shall see, central to this theory is a full understanding of the nature, causes and consequences of inflation: it is perhaps only by the time we reach our conclusion that the reader will see why I believe that this central concept is of the utmost urgency to understand and counteract in reality, and why inflation threatens society itself. I therefore believe that it is entirely appropriate to include this theory as one of the two most important contributions of the Austrians to the modern world.

Huerta de Soto emphasises these points:

... now that the theoretical gap represented by the analysis of socialism has been covered perhaps... the most significant field is the monetary one.

... social relations in which money is involved are by far the most abstract and difficult to understand... (Huerta de Soto [2009] p. 139).

As I develop this theme, I hope to show that ABCT is in fact a special case of the errors and damage inflicted on the economy by socialism, as defined above. This very point has been made by Huerta de Soto and it is worth quoting him in full. In *Money, bank Credit, and Economic Cycles*, an 884 page book in the

English translation devoted entirely to ABCT, Huerta de Soto notes:

... business cycles are a practical example of the errors in economic calculation which result from state interventionism in the economy (in this case in the monetary and credit fields)... in other words, we could consider the entire contents of this book as simply the application of the theorem of the impossibility of socialist economic calculation to the particular case of credit and the financial sector. (Huerta de Soto [2008] p. 377 Fn. 86).

1. What is ABCT trying to explain?

The most direct way to understanding a theory is by focusing on exactly that which it is a theory of; in other words, what problem is it trying to resolve or fully understand, what phenomena is it trying to give an account of?

We have already noted that ABCT is an explanation of the widely experienced boom/bust cycle. Roger Garrison describes it as «a theory of unsustainable boom». (Garrison [2004] p. 323).

However, I think the essence of what ABCT addresses has never been stated more sharply than by Murray Rothbard in his *America's Great Depression*.

Rothbard first recognises that business must, by its nature, deal with a great deal of change that is not forecastable and that sometimes these changes are adverse, leading to ruin or capital loss in one or many sectors of industry; we can think of war, earthquakes, crop failures or indeed new technologies, very successful harvests depressing prices, industrial accidents and so on.

We may therefore expect *specific* business fluctuations all the time. There is no need for any special theory to account for them. (Rothbard [2005] p. 6).

But there is need to account for the distinguishing feature of the type of crisis that ABCT seeks to understand:

Declines in specific industries can never ignite a *general* depression. Shifts in data will cause increases in activity in one field, declines in another. There is nothing here to account for a general business depression, a phenomenon of the true «business cycle». (Rothbard [2005] p. 6).

In other words:

Business moves along nicely with most businesses making handsome profits. Suddenly, without warning, conditions change and the bulk of business firms are experiencing losses, they are suddenly revealed to have made grievous errors in forecasting. (Rothbard [2005] p. 8).

Hence «The explanation of depressions, then, will not be found by referring to specific or even general business fluctuations per se. The main problem that a theory of depression must explain is: *why is there a sudden general cluster of business errors?*» (Rothbard [2005] p. 8).

And although Rothbard notes that any BCT (business cycle theory) must also explain other typical features of such an event, such as the disparity between fluctuations in capital goods versus consumer goods industries during economic contraction (Rothbard [2005] p. 9), the sudden and widespread revelation of business error is the essential phenomenon that requires explanation.

2. Literature and Strategy

In this final part of the introduction, I would like to include a short note on the literature I have used to write this paper and the underlying context of my strategy in presenting it. A full bibliography is given later but it is worth noting Roger Garrison's remark that:

This understanding of the market processes that takes the economy through boom and bust has come piecemeal and in a leap-frog progression in the writings of Mises and Hayek. (Garrison [2004] p. 323).

I have concentrated on the account of the business cycle given by Mises in *Human Action*, especially chapter 20 and Hayek's account is mainly taken from *Prices and Production*. I have supplemented these accounts with Roger Garrison's *Time and Money* and his Journal paper «Overconsumption and Forced Saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle». In addition, I have consulted Jesús Huerta De Soto's magisterial *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, which I largely believe represents the perfecting of the theory and have also had the privilege of access to an in press paper written by Huerta de Soto's colleagues, Professors Miguel Alonso Neira, Philipp Bagus and Juan Ramón Rallo Julián, entitled «The First Global Financial Crisis of the 21st Century: Origins and Proposals for Reform. An Austrian Approach».

I have decided not to spend as much time on other texts mainly representing earlier accounts of the theory, such as Mises' 1912 *Theory of Money and Credit* and Hayek's 1925 observations in «The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 crisis» in a volume dedicated to his early papers, as I think that the main goal in this paper is to get clear on ABCT as most developed, though consideration of certain issues between Mises and Hayek are essential to this development.

We should note in passing that Mises account in *Human Action* is considerably later than Hayek's 1931 account in *Prices and Production*, a fact which surprises some who have come to believe that Hayek, as Mises' student, had the most complete and latest account of ABCT of the two. Certainly, Hayek continued to write on the theory long after Mises died, but it is a contention of this paper, that of the two, Mises has the more powerful account.

Finally, I should note that I intend this paper to be, above all, a propaedeutic to my Master's Thesis on «The Theory of the Impossibility Of Socialism», that is, I intend exactly to concentrate on development of the idea that the business cycle as a special case of problems arising from socialist institutions, as in the quotation from Huerta de Soto above and in line with his definition of socialism. My thesis will provide a much longer account of the epistemological errors of socialism than is possible here.

II AN INITIAL ACCOUNT OF ABCT

«...*all* major crises in the nineteenth and twentieth centuries stemmed from an excessive expansion of credit...» Nobel Laureate Maurice Allais (Allais [1993] p. 326).

The very first thing essential to understanding ABCT is to begin with an understanding of the role of *savings*. This is defined as «goods which are not consumed.»

The simplest example is that of the old standby, Robinson Crusoe. Quoting from Garrison:

... for some time (Crusoe) is content to sustain himself by catching fish with the aid of little or no fishing equipment. A greater output of fish is possible but only if Crusoe is willing to take time away from fishing in order to fasten a net and possibly a boat. Consumable output would have to fall while the production process is being enhanced. (Garrison [2004] p. 325).

In other words, Crusoe has to take time away from fishing in order to construct the capital equipment which will result in more fish later and he needs to *save* fish in order to sustain himself during this period; he cannot daily consume all he catches or he will starve before he gets his net and boat. (Strangely Garrison does not emphasise this point about saving, instead focusing on the fall in consumable output while the equipment is made and then on more output after it is made, as well as a *longer* production process subsequently. Crusoe cannot just stop eating while he is not fishing and would have had to save some fish for this period. Not only that, although the resulting process is more capital intensive later [more complex and involving more factors], it may well be a lot *shorter* in actual time for the same or increased number of fish caught, freeing up time for other activities such as building better shelter, a rescue signal bonfire etc... This is the opposite of what Garrison says).

We can see in Crusoe's case the 3 elements required for human survival above bare subsistence: Time, Savings and Production. Further, we can see that, in relation to Crusoe expanding his output

and other activities involves a continuous process made possible by saving:

production is not a matter confined to the immediate moment, but a continuous process, and that production is fuelled by previous production... anything beyond a... precarious, hand to mouth existence requires savings. Savings buy time. (Rand [1984] p. 127).

The situation is not essentially different in a complex society which uses money. We can actually see a close link between savings, time and money illustrated in this further passage from Ayn Rand, who is here initially considering the case of a self sustaining farm:

On a self sustaining farm, savings consist mainly of stored grain and foodstuffs; but grain and foodstuffs are perishable... so you ate what could not be saved: your time range was limited. However, the time horizon can be pushed immeasurably further. You don't have to expand the storage of your food: you can trade your grains for some commodity which will keep longer and which you can trade for food if you need it. But which commodity?... -a tool of exchange-*money*.

... Money is not merely a tool of exchange: much more importantly, it is a *tool of saving*, which permits delayed consumption and buys time for future production. (Rand [1984] p. 127).

We should note in passing that as well as owing a lot to Carl Menger's account of the development of money (Menger [1892] pp. 239-55), Rand's account somewhat contradicts Mises's view that money is essentially most importantly a medium of exchange. I think the stronger case is Rand's, as the view that money «much more importantly» is a «tool of saving» fully brings out her earlier assertion that «production is a continuous process» -in other words, money is only useful to a saver on the basis that other people are continuing to produce. (The issue can be trivially resolved if we hold that money's role of a medium of exchange makes possible its efficacy as a tool of saving, but that does not emphasise the reliance on a continuous production structure, perhaps odd given the Austrian emphasis on time in economics.)

I have not seen this point explicitly emphasised in the other literature we are discussing, though it was recognised by other writers such as Strigl (2000), and it is crucial; it is the interruption of the continuous process of production that makes inflation and the business cycle so dangerous. Again:

whether he wants to enlarge his production or to live on his savings (which he holds in the form of money)-in either case, he is counting on the fact that he will be able to exchange his money for the things he needs, when and as he needs them. This means that he is relying on a continuous process of production-which requires an uninterrupted supply of goods saved to fuel further and further production. This flow is «investment capital», the stock seed of industry. When a rich man lends money to others, what he lends them is the goods he has not consumed. (Rand [1984] p. 131). ...money stands for existing but unconsumed goods. (Rand [1984] p. 133).

Similarly, «*Credit* means money i.e. unconsumed goods, loaned by one productive person... to another, to be repaid out of future production.» (Rand [1984] p. 130).

So far, we have considered the role of time, money and credit in the productive process, the latter the essential to any quality of existence above subsistence level. It is with respect to credit that the origins of the trade cycle arise-specifically bank credit. And it is at this point that we must understand what is called Fractional Reserve Banking, at least in outline. This is admittedly a vast topic in itself and excellent accounts have been given in Rothbard (2005 and 2008) and extremely comprehensively by Huerta de Soto (2008). Hence, we will concentrate on the essence of this issue in relation to our main topic, which is that banks create money without there being any concomitant production and saving of goods. We largely ignore until later complicating factors such as deposit insurance (e.g. The FDIC-Federal Deposit Insurance Corporation, which «insures» bank deposits against the failure of the insured institution.)

We have seen that with a commodity standard money, such as gold, the productive process is greatly augmented. However, it is the case that in each state in the world in modern times, the

spontaneous adoption of such a commodity standard by free individuals has been usurped by Government monopolisation of the money supply via its extensive control and regulation of a notionally free and private banking system and its imposition of legal tender laws which, by force, require that only payments made in money defined as such by the government, is acceptable for any financial transaction.

Both the Government and the Banking system is incentivised to continually expand the money supply. The Government is incentivised to do so as such expansion is effectively a hidden tax on the pre-expansion money stock and by implication, wealth of society in the form of unconsumed goods. As Huerta de Soto observes-

... the decrease in purchasing power of money works in politicians favour, since income taxes are generally progressive. (Huerta de Soto [2008] p. 755). This is so called «fiscal drag».

But there is another incentive. The modern state seeks to continually expand its influence-in fact, this is often cited as the most firmly supported finding of the Public Choice school-and does so via increasing the size of the welfare state and control and regulation of the economy. It could well be added that modern democratic states are often warlike (see Gottfried in Denson [2009]), another activity which requires an expansion of controls and expenditure. (Hence the so called «Welfare/Warfare State», a phrase I believe coined by Murray Rothbard to describe the modern United States. See for example Salerno in Denson [2009]). On this Mises states:

One can say without exaggeration that inflation is an indispensable intellectual means of militarism. Without it, the repercussions of war would become obvious much more quickly... war-weariness would set in much earlier. (Mises [1998] p. 442).

(We should also mention that business, especially businesses involved in sectors of the economy that are investing in earlier stages of the production process on the back of bank credit, are

very keen to see an existing inflation kept going. As we shall see, this is because their investment is in fact malinvestment and will be revealed to be so if the inflation is curtailed.)

These projects of the government are expensive and typically require what is called deficit financing to pay for—that is, expenditures in excess of tax receipts—as if the full cost of the projects was explicitly borne by taxpayers, they would very likely utterly reject the legitimacy of the government in power. This means the state develops debts and hence it is in its interests to see the real value of those debts fall: it pursues a policy of inflation which erodes the real value of the debt, often at the expense of creditors, but much more so at the expense of all other members of society who hold any monetary wealth. As we shall see, the burden falls on every member of society when it is remembered that the ultimate result of such inflation is the disruption of the productive process on which all depend.

The government can inflate directly, through the immediate creation of money by the central bank (really a branch of government] usually used to buy government debt, or by allowing the process to occur through the banking system. We shall discuss this further when considering directly Mises's account.

The banks, on the other hand, in what Huerta de Soto describes, in several places, as a «symbiotic relationship with the state» (e.g. throughout Huerta de Soto [2008]) have the simpler incentive that the process of inflationary credit expansion we have described gives them access to an immense amount of very low cost capital which in turn generates huge profits. Nevertheless, as Nassim Taleb has pointed out more than once, the banking industry as a whole has never made any net money in its history, as the losses sustained during crises wipe out the accumulated profits of boom periods. (For example, Taleb [2007] p. 43). Only Government privilege and bail outs allow this industry to persist and indeed the Government must ensure this, as the loss of bank deposits in a collapse would not encourage the compliant population it requires for its continued existence.

We shall now turn to the actual mechanism of inflation which must be briefly described, though is extensively so in Huerta de Soto (2008), chapters 4 and 5. We should note the vital point first

that inflation is defined as an increase in the money supply. This is the proper understanding of the phenomenon which gives us a grasp on its identity and causes. Inflation is not, as per official government definitions, some sort of change in an arbitrarily constructed price index. Changes in the prices of consumer goods is a common effect of inflation, but not inflation itself. I believe this confusion is deliberately fostered and pernicious-for cui bono? As we shall see, the government via its symbiotic relationship with a privileged banking system is the cause of inflation, a fact politicians will want to distract attention from. Hence, by focusing on an effect of inflation, the cause is left mysterious and can readily be blamed on greedy businessmen or capitalism itself.

Throughout their history, banks have discovered that depositors usually do not require their funds returned all at the same time. As a result the temptation arises to use much of the funds deposited with them to make loans to other individuals and businesses, as Huerta de Soto notes and argues at length, «in violation of traditional legal principles.» (Huerta de Soto [2008] chapter one). The interest accruing to such loans is income to the bank, some of which they pay to the original depositors, itself a sign, as Huerta de Soto argues, that something is clearly amiss: money itself will not earn interest and in fact the depositor should pay a fee, though typically banks charge this as well! The banks therefore assume a central dominant role in the economy and «earn» the spread between interest received and paid.

In fact, banks only keep a fraction of deposits on hand and have only the capacity to pay out a tiny number of their customers at one time-typically this fraction (giving rise to the term fractional reserve) is less than 10% of funds initially deposited with them. Having received a deposit, therefore of say \$1000, the bank has the capacity (via its legal privilege from the state) to make loans of up to, say, \$10,000, depending on reserve ratios. This \$10,000 in turn will probably find its way into bank accounts in either the same or different banks and will in turn generate a multiple of further credit expansion. We are here looking at only the simplest, broad outline. Rothbard (2004 and 2008) has shown why the banks need to cartellise in order to make sure that local crises

do not erupt such as one bank being unable to honour request for redemption of its notes by another, and Rothbard also goes on to explain why the entire system requires a lender of last resort (the central bank) to keep the whole system going. Crisis erupts in fact when the banks simultaneously find that the value of the loans they have made is impaired (they are investment errors) and when the general public begins to lose confidence in the system. Hence, the central bank exists as a means of «injecting liquidity» (effectively printing money) to shore up banks reserves when they are diminished by losses and withdrawals. The very fact that the system requires such «confidence» is a key to the understanding that there is no real economic basis for much of the economic activity that the banks stimulate via their loans. If there was such a real basis, it would not matter if people had confidence in it or not.

We say that the banks are privileged as it is only by government degree that they can continue in business at all, in fact when they are technically insolvent, and are almost sure to be rescued during their self-induced crises. No other business enjoys such graces.

In turn, the Government manipulates the entire process via, on top of immense and labyrinthine banking regulations, control of the main interest rates (those charged by the central bank to the commercial banks for loans to them during, for example, the clearing process implied in the account above, where banks extinguish imbalances in amounts of each other's notes due each other) and by the central bank buying assets (usually already issued bonds) thereby increasing, out of thin air, the money supply which finds its way into banking deposits and allows further expansion as a multiple of such «base money» as it is called.

1. The normal functioning of the relevant markets

We shall now consider how money/loan markets would operate normally absent inflationary credit expansion, before proceeding in the next section to look at the results of the distortions caused by credit expansion. Our account borrows heavily and is based upon Roger Garrison's work (Garrison [2001 and 2004]) and in

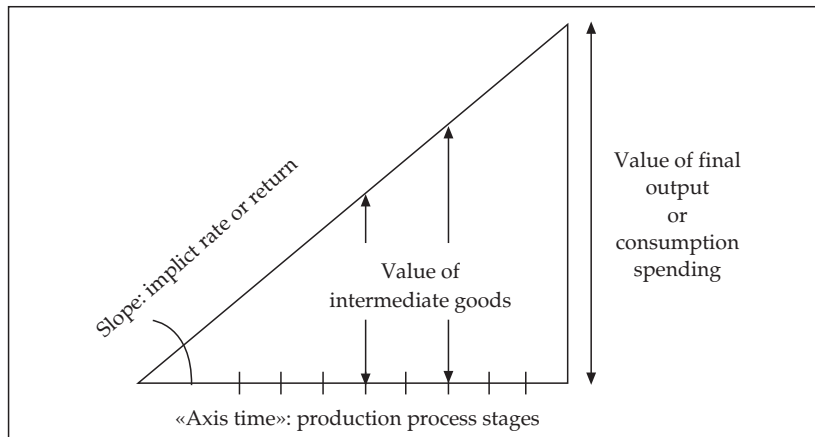
particular his innovative diagramming techniques. These are based on the commonly used PPF concept, or production possibilities frontier (the maximum output of an economy given certain levels of consumption and investment displayed graphically), and are used illustratively. In Huerta de Soto's words, such use of the PPF is

merely using a metaphor to enable... the neo-classical tradition to understand... without forgetting that this curve does not exist, as its points are not given (they constantly vary) and can never be known. (Huerta de Soto [2009] p. 323 FN. 17).

Garrison interlinks three diagrams to illustrate both the normal functioning of a loan market and the distorted operation. Two of the diagrams are standard supply and demand curves, one of which illustrates sustainable combinations of consumption and investment in relation to the production possibilities frontier, and the other, the supply and demand for loanable funds. The third is a «Hayekian Triangle» which by means of an upwardly right sloping right angled triangle, illustrates the discrete stages of the production process (i.e. in time) along the horizontal access and consumable output along the vertical access. The slope of the hypotenuse represents the imputed rate of return between stages in line with imputation theory, which describes a uniform rate of return throughout the parts of the production process [eg as presented in Rothbard (1993) pp. 387-98, and Huerta de Soto (2008) pp. 291-297, (Figures 1 and 2)].

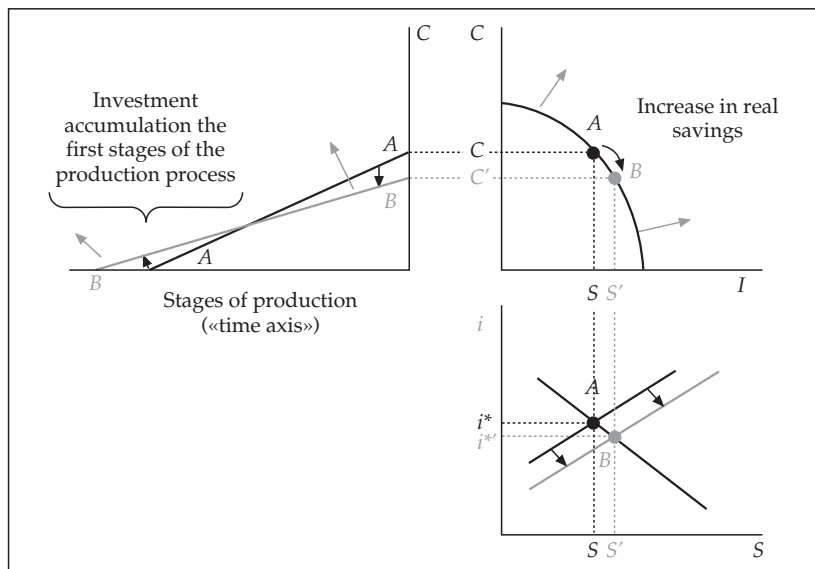
The solid points in the upper right diagram represent a fully employed economy with a market clearing rate of interest-this means that the amount of money saved is equal to that invested. An increase in saving therefore allows an increase in investment and does so by curtailing consumption. Initially, the economy would move clockwise along the PPF (point A to B), itself defined as the maximum level of sustainable output the economy is capable of given certain levels of consumption and investment. Subsequently, because of a deepened capital structure, the PPF will move rightwards reflecting increased productive potential in exactly the same way as we saw happen with Crusoe in section 2.0.

FIGURE 1
A HAYEKIAN TRIANGLE



Source: Alonso, Bagus and Rallo (in press 2012).

FIGURE 2
GROWTH BASED ON THE PRIOR ACCUMULATION OF SAVINGS:
A DECREASE IN THE INTERTEMPORAL DISCOUNT RATE



Source: Garrison (2001) p. 62.

Below this diagram, we see the demand for loanable funds in the economy reflected on a further diagram showing the level of savings and investment at certain rates of interest. Again, we see the filled in spot represents the market clearing level of interest such that savings and investment are equal. The movement arrows indicate that because savings have increased, all else being interest rates can fall due to increased supply and entrepreneurs can raise capital for more investment projects more cheaply, particularly in the earlier stages of the production process or in adding stages, stimulating this activity- a movement from point A to point B.

Finally, the Hayekian triangle shows the stages of production against consumable output as we mentioned. We can see that the effect of the increased savings is that 1) consumption falls, in fact this is the sine qua non definitional constitutive requirement of saving, and 2) the production structure lengthens. However, subsequently (lighter arrows) a greater consumable output will be the result.

It is of primary importance to realise that such a savings based expansion is sustainable-it does not lead to any sudden sharp contraction or bust. In section 3.5 we shall contrast savings based expansion with credit inflation induced growth in terms of specific micro-economic phenomena which have been delineated by Huerta de Soto (2008, pp. 397-399 and pp. 363-384).

I would like to mention again that I am uncomfortable with the idea that such savings must necessarily permanently lengthen the production shortage, as is shown in the Hayekian triangle and as is claimed in much of the literature. I think this is not logically necessitated. Technological progress and capital accumulation may well have the effect of shortening the production process in the medium term, as we eventually saw with Crusoe. This is despite the fact that progress normally entails at least a lengthening in the number and complexity of stages- for I do not see why it should be logically impossible for progress to occur by finding ways to eliminate stages. Certainly, extra time must be funded by savings initially, but once new capital goods and production structures are in place, even allowing for depreciation and maintenance, overall the same or

greater levels of output may be achieved in a much shorter period.

For example, it takes Crusoe 5 hours to catch a fish by hand. It takes him half an hour to catch one with his newly fashioned rod. It takes him a week to make the rod and it lasts a year. His production structure initially is 5 hours from initiating his investment of labour, through to consumption. He takes a week of labour and gets a rod, financed by savings. The production structure lengthens. This depreciates at the rate of $1/52^{\text{nd}}$ per week and maintenance therefore costs the same, or $1/52^{\text{nd}}$ of a week each week. But now the production structure has shortened to 30mins labour plus $1/52^{\text{nd}}$ of a week maintenance from 5 hours, from beginning to consumption.

It is in making the amenities of life more *immediately* available that economic progress consists. (Mises [1998] p. 467). Emphasis mine.

2. The distortions caused by inflationary credit expansion

Now let us consider the following amended version of the diagrams.

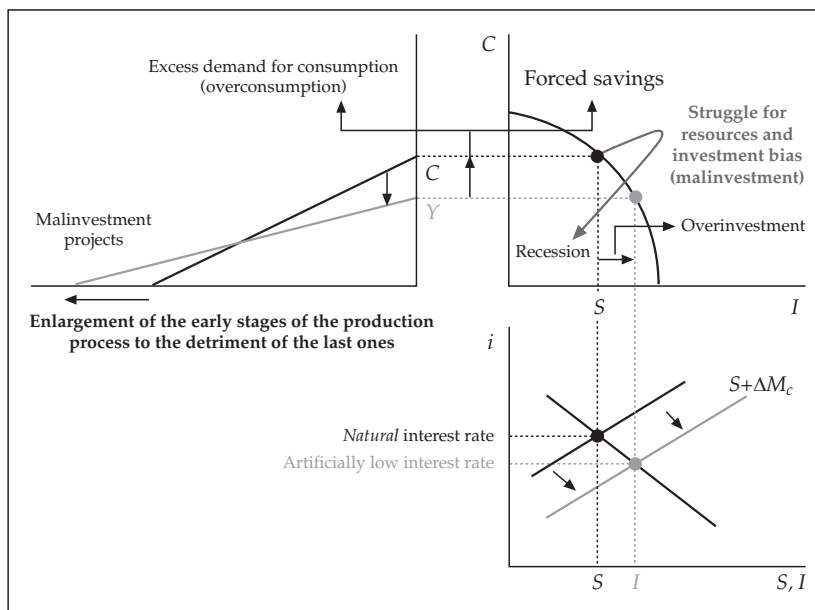
Here the key diagram is the lower one. This shows that credit expansion (represented by the blue line) appears to the market exactly as if savings had increased, i.e. that more resources are available for investment than is the case and that this is reflected in a lower interest rate. The credit funds are available to entrepreneurs who invest it into the early stages of production. Initially, this allows the economy to exceed the PPF, but unsustainably so, eventually falling back below the PPF (upper right diagram) into depression. The real resources signalled by the credit expansion do not exist, so the entrepreneurial investment is in error (malinvestment), though while the money supply continues to expand, this process can be kept going and the error not apparent for some time. (We will examine the proximate causes that bring this process to an abrupt end below.)

As Alonso, Bagus and Rallo note:

Throughout this process, instead of having a real transfer of resources from savers to investors (entrepreneurs), they compete for them in a tug of war. (Alonso, Bagus and Rallo [in press 2012]).

I think the basic ideas in the diagrams are clear, though I have pointedly not discussed some of the terms appearing, such as forced savings, overinvestment and overconsumption as I will examine these ideas in later sections.

FIGURE 3
UNSUSTAINABLE GROWTH: THE AUSTRIAN BUSINESS CYCLE



Source: Garrison (2001) p. 69.

The hope springs eternal, and indeed is the essence of Keynesianism, that inflationary credit expansion can somehow spark real expansion by motivating an increased development of resources and also via the mechanism of «forced saving» (see below). This depends on the ex post facto logically necessary truth that all invested resources have been saved-so that investment

could be envisaged as leading saving (rather than vice versa). However, this overlooks the fact that resources can be invested foolishly (malinvestment) so that the *completion* of such investments relies on resources which don't exist and that the savings are goods, not inflated credit. (See Huerta de Soto [2008], pp. 548-549).

A final point which we should emphasise in this section is that the popularity of inflation as a government policy comes from both greed and fear. Greed for the false prosperity that inflation seems to bring and, as we mentioned earlier, fear, especially within the business community, as to what will happen if the inflation is stopped. For continuing, indeed accelerating, inflation is required to keep malinvested business projects afloat. If the credit increase is stopped, malinvestment is revealed as it, by definition, has no proper business or demand based foundation—a fact obscured by its only apparent profitability while credit expands.

Indeed, a belief that further inflation is the cure for a slump is very widespread as it allows such businesses to continue at least for a while but also lowers the level of real wages, going some way to alleviating unemployment, but all at the cost of an even greater slump later.

In the last sections we have seen a basic outline of the ABCT, actually as materially developed by Roger Garrison, though in such a way as to visually present and therefore simplify the underlying mechanisms. In the next chapter, we shall look at Mises and Hayek's contributions more exegetically.

However, first, there are some basic points that it is necessary to address in this chapter—namely, why is this process an example of socialism as defined by Huerta de Soto? Why do entrepreneurs repeatedly fall into the trap of malinvestment, set by credit expansion? And finally, are there any alternative accounts of the process of boom and bust which might provide a plausible alternative explanation?

3. ABCT as an example of the necessity of economic miscalculation under socialism

It is worth repeating Huerta de Soto's definition of socialism-

Socialism is any system of institutional aggression on the free exercise of human action or entrepreneurship. (Huerta de Soto [2010] p. 4).

We can readily see such aggressive interference in the actions of both the state and the state-privileged banking sector, in that the interest rate on loans is altered by such interference setting in train the process and that the funds necessary for malinvestment are provided, actually created *ex nihilo*, by the same parties.

These actions are types of aggressive interference as they can only be achieved by force-an informed and free society would likely not tolerate them. For example, the natural rate of interest is that arrived at by individuals engaged in voluntary transactions in conditions of sound money, itself selected by the market. In inflation, the interest rate is manipulated downwards by forceful increase of the money supply, expropriating all other holders of money *ex ante*, and on the basis of a type of money imposed upon the market and not freely selected by it. Force is also used against the creditors of the banks in that these institutions are privileged to continue in business when they are always technically insolvent and are bailed out, using the resources of the rest of society, when crisis erupts.

It is worthwhile to note here that not only does the system described fit Huerta de Soto's definition perfectly, it of course also suffers, or more properly inflicts, exactly the consequences predicted by von Mises in numerous writings on the «Socialist Calculation Debate». For it was established by von Mises that it is impossible for a socialist society to exist successfully as it does not have the free price system based on private property necessary for economic calculation.

The interest rate, as we have seen above, is a *price* (the price of credit) which emerges to balance exactly the level of savings and investment under conditions of free exchange and given the intertemporal preferences (how much will be save as against

consumed) of members of society and the actual level of resources of society. Mises ([1998] p. 523) states that an interest rate is not a price as such but «a ratio of commodity prices». It nevertheless serves the function of price exactly and the distinction is obscure. All this vast amount of information, extending across many millions of individual circumstances, is made visible to investors via prices. This information, which is tacit, dynamically changing, subjective and dispersed, cannot be centralised (Huerta de Soto [2008] pp. 650-664 and [2005] in entirety). *In fact, it will not be generated at all if the incentives to do so are removed by coercion.*

But when the price system is forcibly interfered with, this information is lost and investments are made out of kilter with individual's intertemporal preferences and the actual level of resources in society. Entrepreneurs in fact receive *false* signals under conditions of interference and massive mistakes follow inevitably.

This was exactly the problem faced by communist regimes and in fact, as Huerta de Soto notices, the central bank dominated and orchestrated system looks conspicuously *Soviet!*

The organisation of the banking system is much closer to a socialist economy than to a market economy. (Huerta de Soto [2008] p. 652).

In fact, the banking system is basically structured as a command economy.

Like Gosplan, ... the planning agency of the... Soviet Union, the central bank is obliged to make an unceasing effort to collect an extremely vast quantity of statistical information on the banking business...» which simply cannot include «...the qualitative data the central bank would need to harmlessly intervene in banking affairs». (Huerta de Soto [2008] p. 656).

4. Why do entrepreneurs not learn to realise that a booming investment market is generating false signals and to avoid investing?

We have seen that the phenomenon we are studying is recurrent, and in fact exhibits largely the same structure again and again. Huerta de Soto gives detail on a large number of examples from 1819 to the present day (Huerta de Soto [2008] p. 482 ff). Surely entrepreneurs can learn to resist the siren calls of cheap money? Indeed, this is precisely the criticism of ABCT of the so called «rational expectations» school.

In *Human Action*, chapter XX.8, Mises indeed discusses what he calls «the only objection ever raised against the circulation credit theory». (Mises [1998] p. 570). The most common modern objection however is precisely that the Misesian theory of the trade cycle assumes business people are incapable of learning—ironically the same objection Mises later directs against other theories of the cycle (Mises [1998] p. 581). In particular, rational expectations theorists demand to know:

Why doesn't the business community realise the gross rate of interest is false? Why do entrepreneurs mechanically plug in just that interest rate to compute profitability, rather than studying monetary policy and adjusting their calculations. (Murphy [2008] p. 218).

This objection misses the point completely. For in order to adjust the given rate of interest to the natural rate, entrepreneurs need the market to tell them what it is. In addition, conditions will be so changed this becomes logically unknowable—in a market suffering such massive interference the pattern of industry which would exist in a free market is altered, so in effect there can be no natural rate to work out. This information is simply not generated.

Further, entrepreneurs face what might be called a prisoner's dilemma type situation. They will see their competitors greatly expand profitability and capital base and, if they do not follow them into the booming market, face greatly diminishing their competitive position, or even going out of business altogether.

The incentives to partake in the boom are enormous-I have personally heard about a senior Mises Institute Fellow who told a lecture group that in the recent boom, although he was well aware of what was going on, he could not resist making investments for the fund he controlled, as substantial gains repeatedly resulted. It would have been psychologically impossible to see his relative position massively diminished.

It is also quite possible that part of the boom conditions are actually real-perhaps driven by a new generation of technology breakthroughs. The point is that businessmen just can't tell under conditions of such interference, though at least study of money supply statistics will give a strong clue that a false expansion may be underway, but not at all when it will end. Hence, many who believe they can liquidate in time will be inevitably caught

... printing new pieces of paper does not create additional capital goods. If entrepreneurs attempt to lengthen the structure of production even though people have not freed up resources by cutting back on their consumption, at least some of the entrepreneurs will have to abandon their projects before completion. (Murphy [2008] p. 210).

The last clause indicates a conspicuous feature of the bust period-massive failures in the production industries furthest from consumption .

We can also see here a further incentive for the state to inflate in the first place, in that the artificial boom conditions are extremely popular with voters while politicians do all they can to disassociate themselves from the bust.

5. Alternative views of the business cycle

Many alternative views on the causes and treatment of the business cycle have been advanced. In this section, it will be possible only to mention three in outline-non-monetary explanations, Keynesian explanations and neo-classical/monetarist theories.

The first of these, as exemplified by Schumpeter, are those who wish to explain the business cycle in terms unrelated to the money supply. In Schumpeter's case, this was by a focus on the effects on the introduction of new technologies and the subsequent competing away of its advantages.

However, Mises decisively rejects all such attempts:

... every nonmonetary explanation of the cycle is bound to admit that an increase in the quantity of money... is an indispensable condition of the emergence of the boom. It is obvious that a general tendency of prices to rise which is not caused by a general drop in production and in the supply of commodities offered for sale, cannot appear if the supply of money... has not increased. (Mises [1998] p. 579).

We will remember the critical phenomenon to be explained is the prevalence of severe forecasting errors in general across many sectors-only «the driving force of money» (Mises [1998] p. 578) can explain this.

We now turn to Keynesian and Neo-Keynesian explanations. Keynes view is that there is an inherent instability in the capitalist process, driven by «animal spirits» or a propensity to take risks in pursuit of gains. The risk taking behaviour of the investment banks in the recent crisis is under scrutiny currently, and such thinking undergirds a great deal of the deliberations of modern policy makers. A specific instance of this is in the thinking of Hyman Minsky, discussed in Alonso, Bagus and Rallo (in press 2012).

The key mechanism that pushes the economy towards these recessionary scenarios, is the progressive accumulation of debt by individuals and firms during the expansionary phases of the cycle. (Alonso, Bagus and Rallo [in press 2012]).

However, as these authors point out

... the heart of credit is not money as such, but the pool of real savings... The prior accumulation of real savings... is the basis of sustainable economic growth. Therefore, an expansion of the

supply of loanable funds sustained by an earlier generation of real savings cannot damage the economy...

Minsky lacks «a theory of capital» which allows him to analyse the differential impact of credit expansion on the stages of the production process. (Alonso, Bagus and Rallo [in press 2012].)

I think Alonso et al.'s remarks are decisive yet it cannot be over-emphasised how the risk taking, animal spirits explanations of Keynes and Minsky are still widely believed to be a structural, necessary flaw in markets. As an example, Vince Cable, the most highly regarded economic thinker in the British Parliament and the Liberal-Democrat Shadow Chancellor states in his recent book

A generation ago, Hyman Minsky described the mechanisms by which financial markets regularly over-reach themselves, through excessive leverage... (Cable [2009] p. 7).

This is not to say that «excessive» risk taking is not an element in crisis. It is. However, it is not at all the essential element. In fact a key point is that investors do not know they are taking risks, but are simply responding to false signals of profitability. The banks funding them are creating these signals and taking risks themselves, but the point is that they are able to do this using the appropriated wealth of the rest of society. The essential is to prevent this appropriation through inflation so that whatever level of risk is adopted, it is born directly by the risk taker and not, through the inter-related fractional reserve banking system, by the whole of society.

A great deal more may be said concerning the (I believe wholly pernicious) influence of Keynes on economic thinking which we cannot present here. However, we shall return to Keynes in order to discuss an element emphasised by him-that is, the possibility that stimulation and government intervention may be necessary to restore the economy to the PPF, following a contraction to within this-i.e. to an economy which is at sub-potential levels of consumption and output.

Finally, in this section, we turn to neoclassical/monetarist thought. Again, a substantial exegesis is not possible but let us

look at the essential aspects ignored by these schools which incidentally Huerta de Soto groups with the Keynesians:

... the differences between monetarists and Keynesians are... trivial and mostly apparent, since both groups apply very similar «macro-economic» methodologies in their analyses. (Huerta de Soto [2008] p. 530).

The essential aspects of this schools deficiency is in regard to their ignoring the factor of time in their thinking, their concept of capital and their mechanistic model of money relations.

We actually saw the difficulty of presenting time earlier in our examination of Garrison's supply and demand curve diagrams. Garrison could only present the picture at an instant and had to use shaded arrows to indicate a change which would occur later. Only the Hayekian triangle was able to present time as a series of stages of production. Similarly, the neoclassical school actually disregards time altogether in its analysis, presenting such equilibrium models as taking shape in an instant. That this is pernicious can be seen in conjunction with the mechanistic quantity theory of money, presented in the literature usually as the equation of exchange- $MV=PT$, where M is the money stock, V is the «velocity of circulation», P is the general price level and T is the «aggregate» of all goods and services exchanged in a period.

Now, firstly, as Huerta de Soto states:

T is an absurd «aggregate» which calls for adding up heterogeneous quantities... the lack of homogeneity makes this an impossible sum. (Huerta de Soto [2008] pp. 531-2).

Huerta de Soto goes on to quote Mises on the equally absurd idea of the velocity of money, which is defined simply as the variable which is necessary to make the equation of exchange balance!

As regards the price level, P, this is exactly where the Austrian insights are lost and underlines that the neo-classicals, like Minsky and the Keynesians, have a deficient or non-existent theory of capital. Hayek stated that

his chief objection against (monetarist) theory is that, as what is called a «macro-theory», it pays attention only to the effects of the changes in the quantity of money on the general price level and not to the structure of relative prices... it tends to disregard... the most harmful effects of inflation: the misdirection of resources and... unemployment which... results. (Hayek quoted in Huerta de Soto [2008] p. 526).

In other words, monetarists assume that money is «neutral». On the contrary, Rothbard makes clear why it certainly is not:

creation of paper or bank money... confers a special privilege on some groups, at the expense of... producers and (money holders). The groups that benefit include the first issuers (the banks) and receivers of the new money, those who sell to them, and generally those whose selling prices rise because of the inflation before a rise in prices of the goods they have to buy. (Rothbard quoted in Sciabarra [2000] p. 296).

These are effects which *take place over time* and for a period seem to indicate that the areas of first receipt have become especially profitable and therefore attract resources into them-the money supply change therefore has a real effect on the distribution of resources to the benefit and detriment of different groups. Money is not neutral and markets cannot equilibriate instantly. In fact, even if there is an increased demand for money, this does not neutralise the economic dis-coordination caused by inflation:

... the supply of fiduciary media does not generally go into the pockets of... economic agents whose demand... may have increased, but reaches them after a long and sinuous process, passing previously through the pockets of many others... and distorting the whole productive structure during... transition.

(Credit is instead)... granted to entrepreneurs, who receive and entirely invest (it) without taking any account at all of the proportion at which the final holders... desire to consume and invest. (Huerta de Soto [2009] p. 154).

We see also in this connection the poor understanding of capital as this is analogously, not a neutral or homogenous pool,

but is rather comprised of many different types capital goods which are mostly specific and non-convertible:

The basic mistake-if the substitution of a meaningless statement for the solution of a problem can be called a mistake-is the idea of capital as a fund which maintains itself automatically... (Hayek quoted in Huerta de Soto [2008] p. 520).

And Huerta de Soto directly:

Neo-classical theory tends to treat capital in general in this way: there is no good or bad capital investment: it's all just capital. (Huerta de Soto [2009] p. 272).

With these criticisms in mind we can quickly dispose of the usual strategy for explaining and remedying busts in the monetarist school, for example as exemplified by Friedman and Schwartz (1971). The core idea of this book is that the 1929 Wall Street Crash only became a depression because the US central bank (the Federal Reserve) allowed the money supply to contract by some 35%. All that was required to restore economic growth was to increase the money supply, effectively to reflate -bank failures attending the contraction of course have the effect of deflation. This approach ignores, because of the poverty of its theoretical model of capital, the distortions caused by the earlier inflation which would be left in place and in fact exacerbated by such a policy. Indeed, that is exactly what we are seeing today in the Federal Reserve under Ben Bernanke. It is also unclear as to what any coherent general monetarist position is on the general causes of bust in the first place as they cannot cite, given their commitment to the homogenous capital theory and neutral money doctrine, the cause as a distorted pattern of investment and unsustainable consumption. *It is also profoundly ironic that Monetarists, who advocate freedom of markets in nearly every other sector, demand a Soviet style command and control system with respect to money, exactly the sector which can do most harm to the economy as a whole.*

Indeed, the monetarists entire position appears to rest upon the fallacy that an expansion in money is needed to serve industrial

expansion. Hume ([1985] p. 286), Rothbard ([2005] p. 41) and Hayek (1984 [p. 97]) all show that once a commodity is accepted as money, there is no advantage whatsoever in changing the amount in circulation. E.g.

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 disturbances are to be prevented. (Hayek [1984] p. 106).

In fact, Hayek's stated goal in writing *Prices and Production* was to show that

the cry for an elastic currency which expands or contracts with every fluctuation of demand is based on a serious error of reasoning. (Hayek [1935] introduction).

As Rothbard explains:

An increase in the money supply... only dilutes the effectiveness of each... (unit); on the other hand, a fall in the supply of money raises the power of each... (monetary unit). We come to the startling truth that it doesn't matter what the supply of money is. Any supply will do as well as any other supply. The... market will simply adjust. (Rothbard [2005] p. 41).

In conclusion, I think that even this brief outline indicates that the prevalent alternative schools of thought competing with the Austrian have very poor resources at hand to explain the boom-bust cycle, mainly a deficiency in their understanding of time, capital and the non-neutrality of money as well as the vital relation of real savings to sustainable economic expansion.

6. The 2000 crisis in technology

Before moving on, I would briefly like to mention the great surge in stock market values in the late 1990's, which was focused on the technology capital equipment sector and which quickly

spread to many other areas of that industry. The money supply did grow quickly during the period but there was no conspicuous banking crisis at the boom's end-this appears to have been because most of the investment into technology was via equity issue, and not credit. However, it was the case that substantial loans were advanced to telecommunication equipment companies and many large investors were able to leverage their portfolios in investing into technology equity. Nevertheless, the year 2000 date change issue caused a very substantial upsurge in technology spending, via reduced spending elsewhere in the economy (i.e. not an inflationary expansion in this respect). Hence the boom was only partly driven by inflationary expansion and indeed the collapse of technology share prices was presaged by Federal Reserve tightening. However, I am not aware of an extant Austrian study of this period and hope to revisit this issue in the future. The relative lack of a full scale banking crisis at the period's end, compared at least to 2008, does not seem to fully fit with the Austrian account, though this is likely defeasible when real factors are taken into account. It is an interesting case because the Y2K date crisis represents a real factor which caused a market boom, in addition to credit expansion.

III MISES AND HAYEK

We shall now consider the essential elements of Mises and Hayek's contribution to ABCT, having been put in a position to fully appreciate this in the light of our earlier review of the theory in more developed form. (eg. the treatments made by Huerta de Soto and Garrison).

In summary, the essential difference between Mises and Hayek is that Hayek focuses only on misallocated capital, while Mises includes as well a focus on overconsumption during the boom. The difference stems from the respective applications of the loanable funds model and the use of the doctrine of forced savings, which means different things to each. Our analysis shall proceed by focus on key concepts and is greatly assisted by

Garrison (2004). We shall also follow Garrison in looking at the concept, not considered by Hayek, and rejected by Mises, of «over-investment».

1. Mises

The central problem of the business cycle is repeatedly summarised by Mises with variations of the phrase «malinvestment and overconsumption». (See Garrison [2004] p. 327). The malinvestment phase is recognised and emphasised by Hayek and has been analysed above in detail. As we shall see, he refers to malinvestment as «forced savings».

However, uniquely, Mises also indicates that there is an increase in consumption in the boom period. As Garrison notes, this is consistent with the loanable funds theory we have already considered and illustrated:

Saving is augmented by credit expansion. Nonetheless the rate of interest... fall(s)... and business... undertake[s] greater investments and would tend to allocate the credit financed resources to the early stages of production. But since saving... has not changed... the lower rate of interest means that the amount saved actually decreases. (Garrison [2004] pp. 327-328).

In other words, savers are incentivised to save less and the overall savings/investment ratio is diminished. As well as this relative effect, absolute levels of consumption will also rise with increased apparent wages and factor incomes. Continuing:

Only in the extreme and unlikely case of a perfectly inelastic supply of loan-able funds would there be no decrease in saving... credit expansion causes the volume of saving to decrease-which is to say it causes consumption to increase. This increase in consumption associated with a policy induced decrease in the rate of interest is justifiably labelled by Mises as «overconsumption». Workers and other factor owners receiving increased incomes as a result of credit expansion will be induced to consume more than is implied by their pre-expansion inter-temporal choices. (Garrison [2004] p. 328).

Mises mentions the Hayekian phrase «forced savings» in two senses, both of which are distinct from Hayek's meaning. Firstly, in *Human Action* XX.5 he draws attention to the phenomenon where:

Many writers focus on a certain possibility where an infusion of new money redistributes income from a segment of the population who do not save much into the hands of those who have a higher propensity to save. These writers thus claim that inflating the money supply can have the beneficial consequence of additional real savings and capital accumulation. (Mises [1998] chap. XX.5).

It is acknowledged that this is a possibility, but certainly not a necessity or even a likelihood. However, it also ignores the overwhelming likelihood of capital consumption as people are fooled by rising prices into thinking they are wealthier than they are and raise their consumption inappropriately. Mises comments-

It is very questionable whether forced savings in this sense can achieve more than to counterbalance part of the capital consumption generated during the boom. (Mises [1998] p. 575).

As Robert Murphy notes:

This situation can persist temporarily, because resources can be devoted to the production of present goods rather than to maintaining the stock of capital goods. The situation is analogous to a farmer killing his last chickens... for a feast, because he mistakenly believes there were dozens more in the coop. (Murphy [2008] p. 209).

In fact, Hayek emphasises this very point:

... when incomes are increased by investment, the share of the additional income spent on consumer's goods during every period of time should be larger than the proportion by which the new investment adds to the output of consumer's goods during the same period... there is... no reason to expect that more than a fraction of the new income (created by credit expansion), and certainly not as much as has been newly invested, will be saved, because this would mean that practically all the income earned from the new investment would have to be saved. (Hayek [1976] p. 378).

Mises goes on to note that if it were not for the continual injections of new money into the loan market, the boom would come to an abrupt end. Entrepreneurs would realise their plans had been overly ambitious. However, as more and more new money is created (what Mises calls «Fiduciary Media») the dislocations grow ever greater and crisis is bound to come. We shall look at the exact causes of such an event later, but for now this integrates with the second use of the term «forced saving» in Mises. This refers to an increase in saving near the end of the boom caused by rapidly appreciating prices of consumer goods. This effect may be exacerbated by an increase in interest rates used by the authorities to try to counteract CPI increases.

We should note that Mises emphasises the importance of new money being introduced via the loan market, particularly as these are in a form of deferred payment. (Mises [1998] chapters XX.3 and XX.4). Inflation per se, as when the government simply sells bonds to the central bank, does not, according to Mises, set off the business cycle. (Mises [1998] chapter XX.7) The reason that the increase in the supply of credit is exactly offset by the governments demand though prices will ripple up from the overall supply of new money in the economy.

2. Hayek

Hayek uses the term «forced saving» differently. «Forced» emphasises the contrast with voluntary saving. The policy induced lowering of the interest rate causes the economy to react as if additional savings had been made without their having been so. However as recognised by Garrison (2004) the term is misleading. What Hayek is actually talking about is a pattern of *investment* which is at odds with savings preferences-this is precisely Mises's «malinvestment».

However, Hayek ignores «overconsumption» entirely. Garrison (2004, p. 333) notes:

For Hayek overconsumption seems to be ruled out by the very concept of forced saving: «This phenomenon, we are to understand,

consists of an increase in capital creation at the expense of consumption...»

Also «...society as a whole will have to put up with an involuntary reduction of consumption.» (Hayek [1935, 1966] p. 88).

Yet certain Austrians such as Fritz Machlup and Richard Strigl have demonstrated how Hayek's own triangle device can demonstrate the straightforward possibility of both over consumption and malinvestment occurring simultaneously:

The additional credit causes an increased demand for consumer goods without a substantial delay. The output of consumer goods is elastic, indeed, and simultaneous expansion of production in the construction goods industry and the consumption goods industry takes place. We see at the same time symptoms of a lengthened production period and a swelling at both ends of the production structure at the expense of some middle parts of the stage system. (Machlup quoted in Garrison [2004] p. 332).

Garrison summarises the differences between Mises and Hayek, thus:

In summary terms, we can say that Hayek sees the boom bust cycle as forced saving, which is *eventually countered by intensified consumption demand*. Mises sees the boom as malinvestment which is *immediately compounded by overconsumption*. (Garrison [2004] p. 334).

3. Overconsumption

I think that Mises very much has the best of this debate. This is firstly because, as Garrison notes, it is not at all clear why Hayek ruled out overconsumption as a possibility (except in a relative sense as the boom falters) when his own framework accommodates it easily. Indeed, also noted, is the fact that high absolute levels of consumption are exactly what partly constitute most boom conditions.

John Hicks (1967) criticised Hayek for not showing why recipients of credit inflated incomes would not spend this money

on consumption almost immediately. Hicks believed that without such a lag, «counter-movements» of resources would take place almost immediately, ending the boom very early. That is on the assumption that consumption industries and earlier stages can only operate at peak output at each other's expense. However, given an overall level of belief in a false prosperity, Garrison shows why this is not so:

Both Capital and labour can be employed more intensely than on a sustainable basis. Routine maintenance of machinery can be postponed, and the machinery kept running more hours per day or more days a week than usual. A greater proportion of the population can be drawn into the labour force, some workers can work over-time, and others can postpone retirement. These considerations allow for the production of both investment and consumption goods to increase simultaneously but, of course, not on a sustainable basis. (Garrison [2004] p. 336).

The boom in fact ends when Hick's assumption is realised after the depreciation of machinery and the exhaustion of labour causes resource shortages, as these cannot be sustainably provided for all stages of the production structure:

... Entrepreneurs relying on new loans may continue to lengthen the production structure without provoking the familiar reversion effects *until the moment one of the complementary factors of production becomes scarce*. (Huerta de Soto [2008] p. 553). My emphasis.

Hence, it is to be expected that both consumption and investment will exceed sustainable levels for some time before forces such as irreparable depreciation and exhaustion of labour become noticeable, triggering the crisis and evoking the sudden competition for scarce resources between different stages of the production structure that Hicks implies. Thus, Hayek's account is defective in this respect and Mises is correct that it is to be expected that malinvestment and overconsumption occur together.

4. Overinvestment

The above quotation from Garrison [(2004) p. 336] is also useful in assessing Mises' contention that there is no such thing as overinvestment, rather only malinvestment. Malinvestment can be understood as an inappropriate emphasis on parts of the production structure at the expense of other parts. Overinvestment may be understood as the over-utilisation of the entire production structure. This is not in contradiction to Say's Law as it is understood to be a temporary phenomenon, which does not produce a glut of overproduction (as Say's Law denies is possible), but on the contrary conceals actual consumption of capital.

Mises denies there is ever over-investment:

The whole entrepreneurial class is, as it were, in the position of a master builder whose task is to erect a building out of a limited supply of building materials. If this man overestimates the quantity of the available supply, he drafts a plan for the execution of which the means at his disposal are not sufficient. He over-sizes the ground-work and the foundations and only discovers later... that he lacks the material needed for the completion of the building. It is obvious our master-builder's fault was not overinvestment, but an inappropriate employment of the means at his disposal. (Mises [1998] p. 557).

As Garrison states this

does not demonstrate the absence of overinvestment any more than it demonstrates the absence of overconsumption. (Garrison [2004] p. 346), which elsewhere Mises insists upon.

Hence, I think Garrison has actually shown that a problem of overinvestment is indeed a component in the boom-bust cycle.

5. The proximate causes of the bust

Garrison believes that the most significant difference between Hayek and Mises lies in Hayek taking an increase in consumption to be a reversal of the market process set in motion by credit

expansion (Garrison [2004] p. 343). We have already seen why this is so, in that there appears to be an implicit assumption in Hayek (drawn out by John Hicks) that the consumer, consumer goods and capital goods industries must all compete in the short term for resources and can only expand at each other's expense, so to speak. That is, Hayek seems to envision movement along the PPF as opposed to seeing that the economy can temporarily move beyond the PPF. We have seen that, in the short term, this is not so. We also saw that a proximate cause of bust was an interruption in the production process occasioned by the *eventual* shortages caused by what we have described as overinvestment.

However, a very comprehensive taxonomy of micro-economic forces which have necessitate the bust phase and which are necessarily set in motion by the inflation of credit-or more accurately are actually constitutive of it- is given by Huerta de Soto [(2008) pp. 363-383]. The first 5 are transitional phases with the sixth the crisis proper. These are:

1. The rise in the price of the original means of production caused by the fact that no resources are released by savings to supply demand at these early stages and a lower level of interest rate increasing, often dramatically, the present value of projects at this stage, which are by nature longer term and therefore more interest rate sensitive. This diverts resources and labour to these stages and many new long term projects are commenced.
2. The subsequent relative rise in the prices of consumer goods (against early stage capital goods), caused by increased wages bidding these up from those sectors which receive the new money and a relative constriction of resources in supplying these as investment accrues into the earlier stages.
3. The substantial relative increase in the accounting profits of the companies from the stages closest to final consumption, as a result of 2 and which encourages production now into these stages.
4. The Ricardo effect, as labour is substituted for machinery in the consumer goods stages:

the more than proportional growth in the price of consumer goods with respect to the rise in factor incomes drives this income, particularly wages, downwards in real terms, providing entrepreneurs with a powerful incentive to substitute labour for machinery... (Huerta de Soto [2008] p. 369).

5. The increase in the loan rate of interest. Rates exceed even pre-credit-expansion levels.

This rise occurs... when the pace of credit expansion unbacked by real saving stops accelerating. (Huerta de Soto [2008] p. 371).

This represents an «inflation component» in interest rates and the fact that entrepreneurs at the earlier stages must now compete more vigorously for funds to try to complete their projects, as resources are competed for by those stages closer to consumption. Mises points out that the boom ends when earlier stage entrepreneurs experience financing difficulties, as they are most vulnerable to interest rate changes. In addition, *ceteris paribus*, interest rates will seek to return upwards to their pre-expansion level once downward pressure is eased.

6. The appearance of accounting losses in companies operating in the stages relatively more distant from consumption-the inevitable advent of the crisis.

This gives rise to now growing unemployment and a banking crisis as loans fail to perform. Early stage entrepreneurs at the early stages now cannot bid for resources as the level of input costs now renders their projects unprofitable at best, and often impossible.

The crisis can be delayed by preventing 5. by again accelerating the creation of new money. However, this will only be at the cost of creating even greater economic dislocation, as resources are misallocated for longer and capital is consumed more fully. The possible final outcome for such a policy is what Mises terrifyingly calls «The Crack Up Boom» of hyper-inflation. (However, by attempting to avoid the consequences of bust the authorities can worsen the duration of the depression, as appears to have occurred in Japan, or indeed tip into the sudden deflation associated in the form of a final banking collapse-the latter is a higher risk the more

re-inflation attempts continue. Philipp Bagus has written extensively on prolonged periods of deflation as a possible consequence of the prior credit inflation, at those times when the state continues to try to prop up the tottering false productive structure, spinning its gears so to speak, again as exemplified by Japan today. We do not have space to pursue this here. In the end, as Huerta de Soto noted on page 553 of (2008), it is the actual scarcity of a factor input which halts the production process and causes the crises. This is unavoidable no matter what form the denouement takes.

Huerta de Soto states that these stages are constitutive of the structure of the expansion, which must therefore end in crisis. He warns that in particular stages 5 and 6 must not be interfered with if recovery is to be swift:

The errors and recession could persist indefinitely... rigidity is the chief enemy of recovery and any policy aimed at mitigating the crisis and initiating and consolidating recovery as soon as possible must centre on the micro-economic goal of deregulating all factor markets, particularly the labour market.. (Huerta de Soto [2008] p. 435).

In contrast, it is worth reviewing the 6 micro-economic factors with respect to an economic expansion driven by real savings.

1. There is no relative increase in the capital values of factors of production furthest away from consumption:

On the contrary, if loans originate from an upsurge in real saving, the relative decrease in immediate consumption which this saving inevitably entails frees a large volume of productive resources in the market of original (earlier stage) means of production... there is no need to pay a higher price for them. (Huerta de Soto [2008] p. 398).

- As actual resources are released to these stages the entrepreneur is not placed in the position he was during credit inflation, when he had to bid higher for a static number of factors.
2. There is a drop in the price of consumer goods in the short term, as saving implies less demand for such goods.

3. Therefore, no relative accounting increase in the profits of those industries closest to consumption.
4. Nor a decrease in the profits of stages furthest from consumption.
5. The «Ricardo Effect» is oppositely experienced to the case of credit expansion as real wages rise and entrepreneurs are incentivised to increase investment in machines therefore. Although some disruption may be experienced in specific sectors, any labour released is available for utilisation in the greater range of economic opportunities caused by the strengthening production structure. As, in for example, 19th Century Britain, there are often labour shortages. Reisman (1998) has shown that Labour is in fact the only permanently «ineradicable» scarce factor in conditions of freedom. (Reisman [1998] pp. 59-61).
6. Market rates of interest tend to decline permanently. Saving implies a lower time preference which is constitutive of lower interest rates. The fall in the price of consumer goods increases the purchasing power of money and financial stability lowers risk premiums.

The PPF moves rightwards.

IV REMEDIES

In this section we shall look at the proposed policies which aim at remedy and prevention of such crisis as we have described. Perhaps the most important thing to point out, in sharp contrast to all other schools of thought, the Austrians believe the depression phase is a period of remedying the distortions caused by credit inflation which should be allowed to run its course. We have seen Huerta de Soto proselytize for a policy of maximum flexibility to factor markets. Similarly, Rothbard (1993):

the crisis-depression phase is the curative period... the time when bad investments are liquidated and mistaken entrepreneurs leave

the market... The depression period ends when the free market equilibrium has been restored and expansionary distortion eliminated.

Since the depression period is the recovery process, any halting or slowing of the process impedes the advent of recovery. The depression readjustments must work themselves out before recovery can be complete. (Rothbard [1993] p. 860).

We shall now turn to a challenge to this position, particularly associated with Keynes.

1. Economic collapse to within the PPF

This is the assertion, which indeed we do appear to observe evidence for in every serious contraction, that it is not just the malinvested businesses and entrepreneurs that fail and must liquidate: this is a completely widespread phenomenon which includes otherwise perfectly sound businesses which suffer from the period of disruption to such an extent that they fail also, and create a snowball effect of economic destruction. Closely tied to this view is the, again, Keynesian/Monetarist idea that reflation would be the lesser evil to allowing the crash to continue, as it provides the liquidity/bank credit and working capital necessary to the survival of sound companies, as well as the bad ones (and lowers real wages via further currency debasement, acting against unemployment). Even more so, such a viewpoint supports the «bailing out» of economically significant companies such as in the automobile industry, airlines and capital goods markets in order to minimise damage, as they put it, to the sustainable economic process distinct from the structure of mistaken investment, but now vulnerable to effects attendant to their liquidation.

Hayek recognised the possibility of «secondary depression» and Mises discusses the role played by unemployed factors in *Human Action* XX.9.

Garrison describes this possibility in terms of a movement of the economy well within the PPF:

History suggests that there is a real danger, especially in the face of ill-conceived policy actions by the monetary authority... that the recovery phase will be pre-empted by spiralling down into deeper depression... moving to successively lower levels of both consumption and investment despite its already having fallen below the PPF. This is the aspect of the downturn that concerned Keynes in his General Theory. (Garrison [2004] p. 341).

While being fully cognisant of both this possibility and its attendant suffering, I think it can be decisively shown that nevertheless, any attempt to alleviate this suffering and save sound businesses is utterly misconceived.

Firstly, no-one knows which businesses, especially in industrial sectors at the epicentre of the crash, but more generally, are sound. They by definition are not led by management that have thought it wise to invest in reserves.

Even if this is harsh, shoring up the economy in general will allow unsound businesses to perpetuate, and will do absolutely nothing to ease resource constraints which precipitated the crisis in the first place. The economic distortions can only grow in such a policy, and like drinking salt water, must end in total collapse.

We must not be misled either by such language as «economic destruction»: the capital goods of «sound» businesses are not actually destroyed and there is no basis for the belief that the long term potential of the economy is damaged if these companies fail.

In fact, neither is there any basis for the belief that the economy has fallen to within the PPF, rather the PPF may have moved leftward due to the crisis and waste of resources beforehand, so that even in the terms of the argument, any attempt to restore the old position would be hopeless.

The most damning indictment of this policy is that it cuts off or distorts the very price signals, yet again by a process of inflation, which actors in the economy require in order to restore it to the PPF. In fact, these price signals are the only means by which resources erroneously invested in certain areas can be liquidated and re-assigned properly. (Huerta de Soto [2009] p. 236).

Only economic recovery can ensure sustainable levels of full employment: driving down real wages by inflation is not sustainable.

The relative fall in the prices of consumer goods eases the suffering as money buys more per unit.

We therefore must conclude that the only rational policy response is complete laissez faire as stated and implied by Rothbard and Huerta de Soto.

2. Prevention of crisis and reform of the banking system

In essence, Mises states the solution elegantly:

What is needed to prevent any further credit expansion is to place the banking business under the general rules of commercial and civil laws compelling every individual and firm to fulfil all obligations in full compliance with the terms of the contract. (Mises [1998] p. 440).

Banking is privileged from such laws, by which Mises means, and Huerta de Soto (2008) repeatedly emphasises, traditional legal principles which outlaw the banking system making use of the property deposited with them for their own ends, becoming insolvent at that point, though its only when this is noticed that there is a withdrawal crisis, as individuals scramble for their money. In fact, to prevent this is the chief role of the central bank: its role as «lender of last resort». In other words, it is intended to support a policy of continual inflation by attempting to ensure that enough reserves are printed to keep the banking system in operation, by shoring up the balance sheets of commercial banks when they face a default. In fact such an institution creates enormous incentives to expand which constitute «moral hazard», ie the protection from bad consequences of foolish action encourages that action.

Earlier Mises had emphasised the essential requirement of 100% reserves:

The main thing is that the government should no longer be in a position to increase the quantity of money in circulation and the amount of chequebook money not fully-that is 100 percent-covered by deposits paid in by the public. (Mises [1912] p. 481).

No bank must be permitted to expand the total amount of its deposits subject to cheque or the balance of such deposits... This means a rigid 100% reserve for all future deposits... (Mises [1912] p. 491).

Similarly Hayek:

The problem of the prevention of crises would have received a radical solution... (by)... the prescription of 100 percent gold cover for bank deposits as well as notes. (Hayek [1984] p. 29).

Here, Hayek refers to the 1844 Peel Act in England which attempted to ensure a 100% reserve standard, but only applied it to banknotes, not realising that deposit accounts would be created aggressively, expanding the money supply.

Hayek doesn't worry about the broken hearts within the current banking system, though a 100% reserve requirement would greatly diminish their short term profitability:

An institution which has proved as harmful as fractional reserve banking without the responsibility of the individual bank for the money (i.e. cheque deposits) it created cannot complain if support by a government monopoly that has made its existence possible is withdrawn. (Hayek [1978] pp. 94-95).

We can see from the FDIC's (Federal Deposit Insurance Corporation) reserve classifications just how far from this ideal we currently are. These are the capital ratios for bank reserves.

-
- Well capitalized: 10% or higher
 - Adequately capitalized: 8% or higher
 - Undercapitalized: less than 8%
 - Significantly undercapitalized: less than 6%
 - Critically undercapitalized: less than 2%
-

Source: FDIC website.

Even the so-called «well capitalised» banks can lose their entire reserve in a single economic contraction which may see asset prices fall by up to 30%, given historical experience, in the short

term (e.g. UK property prices in the early 1990s and the 1987 Stock Market crash.) State deposit Insurance agencies, such as the FDIC, do not have the resources to guarantee bank deposits if there is such a severe contraction and the press noted in 2009 that the FDIC only held assets equal to about 1.5% of the total possible insurance liability.

Hayek (1978) also famously called for the complete privatisation of money going so far as to suggest disparate competing currencies. (However, Huerta de Soto argues that Hayek...

... gives insufficient recognition of the fact-central to Mises's theory of money-that free market money must be a commodity money, and that competing kinds of money are dysfunctional to the very purpose of a medium of exchange, as the free market always generates a tendency to converge toward one, universally employed commodity money. (Huerta de Soto [2009] p. 308).

Rothbard (2005b) makes a case for a 100% reserve gold based system with a practical prescription for rebasing bank reserves with gold at an equivalence value of the total gold reserves of the government *to* the current total money supply-a move which would create a massive windfall for the banks as Rothbard recognises, though it is a price he is prepared to pay for future stability.

We do not have space to fully consider arguments for what is called free banking, which makes the assumption that purely market forces will move the bank system towards higher and higher reserve requirements, that additional money is demanded by the market and that this is a contractual matter between banks and their customers anyway. It may be argued that not having a 100% reserve constitutes fraud and cannot be tolerated at all in a free market, but the essential point is the recognition that it is the nature of fractional reserve that constitutes the inflationary threat.

Finally, Huerta de Soto (2008) presents what I believe is the most developed and encompassing recommendations for reform based on total freedom of choice in currency-i.e. the complete privatisation of money and abolition of legal tender laws, likely to result in a gold or silver currency standard - and a system of complete banking freedom based on 100% reserve requirements.

(Experience in the 19th Century demonstrates that a gold standard on its own is not sufficient to prevent credit expansion-credit can be pyramided on the back of gold reserves.)

As Huerta de Soto states-

a defence of free banking does not imply permission for banks to operate on any fractional reserve. (Huerta de Soto [2008] p. 740).

In fact, elsewhere, Huerta de Soto critically dismisses the fractional reserve free banking arguments of economists such as George Selgin, who believe that fractional reserve private banks won't generate economic cycles because they only respond to demand on the part of the public. (Huerta de Soto [2009] p. 149). As we have stated earlier, in relation to Huerta de Soto (2009) p. 154, the new money enters the economy at points quite distinct from where it may be demanded by «the public» and the banking system is motivated to create demand as well as respond to it, to «push» credit, because of the profitability of loans-that is the problem is both exogenous and endogenous (Huerta de Soto [2009] pp. 137-168). In addition, Huerta de Soto emphasises that any fractional reserve system would in itself constitute a breach of public order-i.e. would directly harm third parties, via currency debasement, and the matter cannot therefore be a contractual position between banks and individuals as Selgin argues. (Huerta de Soto [2009] p. 165).

Huerta de Soto calls for the elimination also of the central banks in order to avoid the problems of moral hazard noted above.

Huerta de Soto goes further and suggests that the assets of the banking system, as they are basically the proceeds of plunder via inflation, should be used, for example, to pay down the national debt and finance the social costs of transition. This strikes me as a great improvement on Rothbard's suggestion.

We should note, although this is implicit in our support that properly credit should be backed fully by savings, that the imposition of 100% reserves on the banking system in line with traditional legal principles, does not deprive industrial expansion of necessary funds. Only savings backed credit can provide

sustainable development which will not be exposed as a mirage in a crisis, actually with resultant net losses. (Huerta de Soto [2008] p. 749).

3. The pragmatic suggestions of Alonso, Bagus and Rallo (2012)

The most serious danger to all reform programs lies in the political pragmatism of daily affairs, which often causes authorities to abandon their ultimate goals on the grounds that they are politically impossible... (Huerta de Soto [2008] p. 788).

One can imagine the enormous political and special interest resistance to such proposed reforms as we have seen, especially given our analysis of the incentives behind the current symbiosis of government and banks.

It is in this light that authors Miguel Alonso, Philipp Bagus and Juan Ramón Rallo presented what might be termed a more pragmatic set of policy recommendations (Alonso et al. [in press 2012]). In fact, Alonso et al.'s paper can be seen as a concrete example of the advice given by Huerta de Soto in his paper «Hayekian Strategy to implement free market reforms.» (Huerta de Soto [2009] pp. 182-199). Huerta de Soto emphasises a so-called «dual strategy»:

First, the essential principles of free market theory should be studied, defining the final goals which it is intended to attain in the long term... At the same time, in the shorter term, a policy to bring us closer to these goals can and should be designed, remembering that this... must also be *consistent* with them. (Huerta de Soto [2009] p. 188).

That is, nothing must be done which contradicts the essential principles though a shorter term policy may only partially realise it.

This envisages leaving current monetary authorities in place but paying much more attention to asset prices-such as stock

market and real estate indices, and perhaps capital goods indices. This is on the grounds that-

without credit expansion, such asset bubbles are unlikely to develop. In the absence of credit expansion, savings flow slowly and steadily to the stock market. The incentives to liquidate and engage in stock market investments tend to balance. If the price of a stock is below its net present value, entrepreneurs will buy the stock, while they will sell it if it is over its net present value. (Alonso et al. [in press 2012].)

Similarly, Fritz Machlup claims

If it were not for the elasticity of bank credit... the boom in security values could not last for any length of time. (Machlup [1940] p. 92).

And again Huerta de Soto:

Therefore (and this is one of the most important conclusions we can reach at this point) uninterrupted stock market growth never indicates favourable economic conditions. (Huerta de Soto [2008] p. 462). This is although-

... rise in saving will stimulate growth in the price of securities, which will indicate the recovery has begun and entrepreneurs are again embarking on new processes of investment in capital goods. Nonetheless the upturn in stock market indices will not be spectacular as long as new credit expansion is not initiated. (Huerta de Soto [2008] p. 465).

Hence Alonso et al. conclude:

If, as soon as there appeared signs of a general boom on security markets, the central banks were to take action to bring it to an end, it seems probable that extremes of business fluctuations might be avoided. (Alonso et al. [in press 2012]).

Alonso et al. also recommend that the central bank should raise interest rates and restrict credit until the boom stops. In addition, and in general, central banks should only purchase the highest

quality assets and lend money to the banking system only at penalty interest rates to dis-incentivise credit expansion. (Alonso et al. [in press 2012].)

These recommendations are well intentioned, but I believe suffer from several flaws, the main one of which is that the institutions left in place are incentivised, for the reasons we mentioned earlier, to remove all these restrictions, which they shall certainly do.

However, even if they did not, the likely result of following these policies would indeed be an avoidance of boom but at the price of pushing the economy permanently within the PPF.

Firstly, if the recommendations are put in place following a previous bust so the economy is already within the PPF, simple recovery to the PPF, if it appears as an extended but above trend growth rate in securities values as confidence returns, will be seen as a new boom and genuine recovery will be at risk of getting choked off.

Secondly, although Huerta de Soto's et al.'s contentions that security prices can never healthily display pronounced and prolonged upward movements is correct if «pro-longed» is understood as an a-terminal trend, nevertheless there is no problem with envisaging a long, completely legitimate expansion, driven by a falling demand for money against security prices, or perhaps financed by sales in the very much larger bond market taking place over a long period.. Stock market indices can, in the aggregate, be driven higher by positive change in just one constitutive sector-perhaps in line with technological innovation increasing productivity, with the removal of regulation (i.e. for completely non-monetary reasons) or perhaps by the emergence of completely new markets.

Securities prices changes depend upon the valuations of the marginal pair effecting a transaction. (Menger [1870] chapter. 5). These can constitute a series of exchanges at rising prices, logically independently of overall money supply *taken in isolation*, though not when taken together with regard to changes in the volume of transactions in the economy as a whole.

Epistemologically, by which I mean here «given what we know», these changes are random ex ante. (In Nassim Taleb's formulation

«Randomness is fundamentally incomplete information.» Taleb [2007] p. 198). «What is random and what you do not know are functionally the same.» (Taleb [2004] p. 258). It is possible that a *series of such changes* can be experienced, *entirely at random*, giving rise to a prolonged rise in prices. In fact, this is a certainty and may in fact occur very frequently. If there is a 50/50 chance of the market's rising or falling each trading day, it is certain that prolonged trends will occur. When we further consider that such trends are based around what should be a rising underlying trend, because of quite normal capital accumulation coupled with, for example, new foreign investment or a switch from the bond market, business results may exhibit a strong upward character for extended time periods.

Rothbard hits the nail on the head:

It is... absurd to expect business activity to be «stabilised» as if these changes were not taking place. To stabilise and «iron out» these fluctuations would, in effect, eradicate any rational productive activity. (Rothbard [2005] p. 5).

I believe that the error here is exactly that of socialism—that centralised knowledge of the economy can be gathered by indicators and appropriate policy devised. Scrutinising asset price movements may reveal an unsustainable boom or it may be due to sound changes in the reality, or both. The point is that centralised authorities not only cannot know but will distort the signals themselves by acting coercively in regard to them.

If one wants to know whether or not there is credit expansion, one must look at the state of the supply of fiduciary media, not at the arithmetical state of interest rates. (Mises [1998] p. 557). A fortiori, one cannot look either at the state of stock market indices.

The only solution seems to be the radical suggestions leading to the removal of the central bank, the complete overhaul of banking and the privatisation of money, that we have discussed.

V CONCLUSION

We have situated the Austrian Theory of the Business Cycle within the framework of Austrian intellectual contributions by showing it to be concerned with a practical example of the socialist calculation problem.

We began by identifying the business cycle as caused by aggressive manipulation of the monetary system and interest rates, carried out in a state of ignorance of society's true resources, and institutional aggression in the form of fractional reserve banking-this causes inflation and the consequent interference with the market price system, which alone can transmit accurate signals to market participants as to the configuration and utilisation of resources. We used Roger Garrison and other writer's recent work to present a modern, but simplified account of ABCT.

We then considered the differences and similarities between the most important developers of the theory historically, Ludwig von Mises and F.A. Hayek, by focusing on some key terms such as «Forced Saving», «Malinvestment», «Overconsumption» and «Overinvestment».

On the basis of the entire preceding analysis, we proceeded to examine policy aimed at the prevention and cure of the boom-bust cycle, including the «pragmatic» suggestions of Alonso et al. of a step in the direction of preventing booms by monitoring asset prices. In rejecting this, we came to the conclusion that the only solution is the radical one suggested by authors such as Huerta de Soto (2008).

And indeed such a radical solution is very urgent. The recent crisis saw the near collapse of the entire world banking system despite the frantic and co-ordinated efforts of each country's «lender of last resort.» A sudden and dramatic deflation (in the form of worldwide banking collapse) still threatens and indeed, in line with ABCT, eventually seems probable. The experience of 2008 was that the best efforts of the state to shore up the banking system by printing «liquidity» nearly failed and many have questioned the adequacy of the resources of deposit insurers such as the FDIC. (For example, the Wikipedia entry on the FDIC:

In light of apparent systemic risks facing the banking system, the adequacy of FDIC's financial backing has come into question. Beyond the funds in the Deposit Insurance Fund above and the FDIC's power to charge insurance premia, FDIC insurance is additionally assured by the Federal government. According to the FDIC.gov website (as of January 2009), «FDIC deposit insurance is backed by the full faith and credit of the United States government». This means that the resources of the United States government stand behind FDIC-insured depositors. «The statutory basis for this claim is less than clear». Congress, in 1987, passed a non-binding «Sense of Congress» to that effect, but there appear to be no laws strictly binding the government to make good on any insurance liabilities unmet by the FDIC.)

It is not true that institutions such as the FDIC have ended the experience of bank failure. Their website lists many dozens of failures in only the last 3 years. This list suggests just how close the US economy came to a cataclysmic deflation in the form of systemic bank collapse. The only instrument available to the state to avoid this was further inflation. Hence, the outcome of credit expansion, although not predictable, in terms of which of either catastrophic expansion or collapse of the money supply will bring it to an end, puts the entirety of society at risk of fundamental economic breakdown.

Ayn Rand's identification of the necessity of a process of continuous production backing up the monetary system, essentially requires economic co-ordination via sound money and price signals. A continual utilisation and tolerance of inflation therefore threatens to stop the heart of this process, on which our lives depend.

BIBLIOGRAPHICAL REFERENCES

- ALLAIS, M. (1993): «Les conditions monetaires d'une economie de marches: des enseignements du passé aux reformes de demain», Paris, *Revue d'economie politique* 3, May-July.
- ALONSO, M.; BAGUS, PH.; and RALLO, J.R. (2012): «The First Financial Crisis of the 21st Century: Origins and Proposals

- for Reform. An Austrian Approach.» *Interdisciplinary Journal of Economics and Business Law*, Volume 1, Issue 4. Forthcoming.
- CABLE, V. (2009): *The Storm*. London: Atlantic Books.
- DENSON, J. (2009): *The Costs of War-America's Pyrrhic Victories*. 2nd expanded edition, New Jersey: Transaction Publishers.
- HUERTA DE SOTO, J. (2010): *Socialism, Economic Calculation and Entrepreneurship*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- (2007): *The Austrian School*. Northampton MA: Edward Elgar Publishing.
- (2008): *Money, Banking and Economic Cycles*. 2nd Edition, Auburn Alabama: Ludwig Von Mises Institute.
- (2009): *The Theory Of Dynamic Efficiency*. Routledge Foundations of The Market Economy, New York: Routledge.
- FRIEDMAN, M. and SCHWARTZ, A.J. (1971): *A Monetary History of The United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- GARRISON, R. (2004): «Overconsumption and Forced saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle». *Durham, North Carolina: History of Political Economy* 36: 2, pp. 323-349.
- GARRISON, R. (2001): *Time and Money: the Macroeconomics of Capital Structure*. Foundations of the Market Economy series. New York: Routledge.
- GOTTFRIED, P. (2009): *Is Modern Democracy Warlike?* In Denson (2009).
- HAYEK, F.A. VON (1935): *Prices and Production*. 2nd revised edition. New York: Routledge and Kegan Paul.
- (1976): *The Pure Theory of Capital*. New York: Routledge and Kegan Paul.
- (1978): *Denationalisation of Money. The Argument Refined*. London: Institute of Economic Affairs.
- (1984): *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*. Chicago: University of Chicago Press.
- HICKS, J. (1979): «The Hayek Story». In *Critical Essays in Monetary Theory*, pp. 203-215, Oxford: Oxford University Press.
- HUME, D. (1985): *Essays: Moral, Political and Literary*. E.F. Miller ed., Indianapolis Indiana: Liberty Classics.
- MACHLUP, F. (1940): *The Stock Market, Credit and Capital Formation*. Glasgow: William Hodge.

- MENGER, C. (1981, 1870): *The Principles of Economics*. New York: New York University Press.
- (1892): «On the Origins of Money». *Economic Journal*, Volume 2, pp. 239-255. Translated by C.A. Foley.
- MISES, L. VON (1912, [1978]): *Theory of Money and Credit*. English Translation, Indianapolis Indiana: Liberty Classics.
- (1998): *Human Action*. Scholars Edition, Auburn Alabama: Ludwig Von Mises Institute.
- MURPHY, R.P. (2008): *Human Action Study Guide*. Auburn Alabama: Ludwig Von Mises Institute.
- RAND, A. (1982): «Egalitarianism and Inflation». In *Philosophy: Who Needs It?* pp. 120-136. New York: Signet Group.
- REISMAN, G. (1998): *Capitalism*. Ottawa Illinois: Jameson Books.
- ROTHBARD, M.N. (1993): *Man, Economy, and State*. Auburn Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- (2005a): *America's Great Depression*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- (2005b): *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- (2005c): *What Has Government Done to Our Money?* Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- (2008): *The Mystery of Banking*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- SALERNO, J. (2009): *War and the Money Machine: Concealing the Costs of War beneath the Veil of Inflation*, in Denson (2009).
- SCIABARRA, C.M. (2000): *Total Freedom. Towards a Dialectical Libertarianism*. Pennsylvania: Pennsylvania State University Press.
- STRIGL, R. VON (2000): *Capital and Production*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute
- TALEB, N.N. (2004): *Fooled by Randomness*. New York: Random House.
- (2007): *The Black Swan*. New York: Random House.

MULTIPLICANDO LA POBREZA AGRÍCOLA: CÓMO LA POLÍTICA AGRARIA COMÚN DE LA UNIÓN EUROPEA ESTÁ ESTRANGULANDO LA RECUPERACIÓN

BRIAN O'CAITHNIA*

Resumen: La Política Agraria Común (PAC) ha sido el orgullo del integracionismo europeo desde su concepción. Ha sido la máxima distinción de la tecnocracia y la última proclama de unidad de la posguerra europea. Durante décadas, sin embargo, la PAC también ha sido blanco de un número significativo de críticas por parte de muchos economistas debido a que consume una parte desproporcionada del presupuesto europeo, genera distorsiones en el mercado, dilapida fondos públicos y contribuye a generar desigualdades rurales. En este artículo intentaré transmitirle al lector cómo es que la PAC llegó a estar donde está hoy, cómo ha exacerbado el edificio tambaleante del dinamismo europeo en un continente enfermo y por qué un electorado educado es esencial si deseamos terminar con la habilidad para destruir riqueza que la PAC posee.

Palabras clave: Política Agraria Común, Crisis Económica, Reforma, Subsidios Agrícolas, Intervención.

Clasificación JEL: Q, Q01, Q18, Q28, Q57, Q58.

Abstract: The Common Agricultural Policy (CAP) has been the pride of European integrationism since its inception. It has been the crowning glory of technocracy and the ultimate statement of unity in post-war Europe. For decades however, the CAP has also come under a significant amount of criticism from economists for consuming a disproportionate share of the EU budget, introducing market distortions, wasting government funds and contributing to rural inequities. In this article I shall briefly bring the reader up to

* Máster en Economía de la Escuela Austriaca y estudiante de Doctorado, Universidad Rey Juan Carlos.

speed with how the CAP got to where it is today, how it has exacerbated the tumbling edifice of European dynamism in a sick continent, and why an educated electorate is essential if we wish to bring the CAP's wealth destroying capabilities to an end.

Key words: Common Agricultural Policy, Economic Crisis, Reform, Agricultural Subsidies, Intervention.

JEL Classification: Q, Q01, Q18, Q28, Q57, Q58.

I INTRODUCCIÓN

La Política Agraria Común (PAC) ha sido el orgullo del integracionismo europeo desde su concepción. Ha sido la máxima distinción de la tecnocracia y la última proclama de unidad de la posguerra europea. Fundada como parte del Tratado de Roma¹ en 1957, la PAC se ha llevado, a veces, hasta el 70 por ciento del presupuesto de la Unión Europea² y ha encarnado el deseo de la UE de mantener la autosuficiencia económica. La integridad de la PAC ha sido considerada por algunos como el tejido político esencial de la Unión Europea misma (Hasha 1999). Durante décadas, sin embargo, la PAC también ha sido blanco de un número significativo de críticas por parte de muchos economistas debido a que consume una parte desproporcionada del presupuesto europeo, genera distorsiones en el mercado, dilapida fondos públicos y contribuye a generar inequidades rurales. No obstante, ha sobrevivido a los muchos intentos por ser eliminada y ha adquirido la reputación de ser prácticamente imposible de reformar de alguna manera relevante.

¹ Los Tratados de Roma son dos tratados firmados el 25 de Marzo del año 1957 por Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, Holanda y Alemania Occidental. El primer tratado establecía la Comunidad de Energía Atómica Europea (EAEC, por sus siglas en inglés) mientras que el segundo establecía la Comunidad Económica Europea (el tratado de la CEE, a menudo referido como Tratado de Roma).

² El presupuesto de la PAC representó casi el 75 por ciento del presupuesto europeo en 1985 (Dirección General de Desarrollo Agrícola y Rural, 2008).

Existen pocos programas europeos donde uno encuentre un consenso político tan amplio dentro de los estados miembros. En el año 2005, el presidente francés Jacques Chirac dijo: «No estoy dispuesto a hacer la más mínima concesión sobre la Política Agraria Común... la PAC es el futuro» (Open Europe 2005, p. 3). José Luis Rodríguez Zapatero, el primer ministro español, dijo «En la reforma de la PAC, Francia y España mantienen una posición común» (Open Europe 2005, p. 3). Bertie Ahern, el primer ministro irlandés, dijo «Entiendo que las peticiones de reforma de la PAC están fuera de lugar porque se basan en una falta de comprensión respecto del rol de la PAC en la sociedad europea y en la economía mundial» (Ahern 2005).

La reciente crisis económica global ha echado por tierra la estabilidad financiera del Euro y ha generado preguntas respecto de la viabilidad de largo plazo de la «Unión cada vez más estrecha».³ En este artículo intentaré transmitirle al lector cómo es que la PAC llegó a estar donde está hoy, cómo ha exacerbado el edificio tambaleante del dinamismo europeo en un continente enfermo y por qué un electorado educado es esencial si deseamos terminar con la habilidad para destruir riqueza que la PAC posee.

II

EL ESTABLECIMIENTO DE LA PAC (¿POBREZA AGRÍCOLA CREADA?)

Tal como fueron expresados en el Tratado de Roma, los objetivos de la Política Agraria Común la dotaron de una política incoherente que, desde el primer momento, no podría ser alcanzada en la realidad. Estos objetivos, desplegados en el artículo 39 del Tratado de Roma, eran los siguientes:

1. Incrementar la productividad.
2. Asegurar estándares de vida equitativos para la comunidad agrícola.

³ Una «Unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa» es uno de los objetivos establecidos en el Tratado de Roma de 1957.

3. Estabilizar los mercados.
4. Asegurar la provisión de alimento.
5. Asegurar precios razonables al consumidor.

Cualquier lego reconocerá instantáneamente que los objetivos de la PAC son vagos y contradictorios. Metas tales como estabilizar los mercados e incrementar la productividad, por ejemplo, son irreconciliables. Incrementar la productividad agrícola, en esencia, desestabiliza los mercados al rebajar los precios del alimento y, como consecuencia, los ingresos de los productores. Viendo que ambas políticas no podían ser enteramente perseguidas de manera simultánea, pronto se hizo evidente que la productividad se sacrificaría frente al altar de la nómina de los agricultores. Entre las múltiples metas originalmente proclamadas por la PAC, los ingresos estables y políticamente aceptables de los productores agrícolas han demostrado ser la preocupación primordial de los funcionarios de la Unión Europea. La sensibilidad política de los ingresos agrícolas es consecuencia del hecho de que Europa tiene una larga historia de proteccionismo con el sector agricultor y que la porción de mano de obra europea empleada en ese sector siempre ha sido mucho mayor que la porción de producto interno bruto (PIB) atribuible al valor bruto añadido en el sector agrícola.

Para 1962, los detalles ya estaban listos y estaba decidido que la PAC operaría sobre la base de tres principios fundamentales: 1) libertad de comercio dentro de la Comunidad Europea basada en principios comunes, 2) preferencia por productos de la Comunidad en los mercados de la Comunidad y 3) responsabilidad financiera conjunta.

Empleando una variedad de mecanismos, la PAC original brindaba una ayuda general al mantener los precios internos —de cantidades ilimitadas de la mayoría de los productos— estabilizados en un nivel muy superior al de los precios internacionales. La PAC aisló a los mercados domésticos de las fuerzas del mercado internacional, evitando que los productores de la Comunidad Europea realizaran los ajustes que de otra manera habrían sido necesarios. Cuando durante los primeros años de la PAC la Unión Europea era importadora neta de la mayoría de los productos

agrícolas, el presupuesto europeo se beneficiaba de los sustanciosos ingresos generados por los impuestos a las importaciones mientras que el costo del apoyo al sector agrícola provisto a través de los elevados precios internos recaía mayormente en los consumidores. Como explica Bryan Caplan en su trabajo «El Mito del Votante Racional», aparece un sesgo a favor de la creación de trabajo (*make-work bias*) entre la gente que vota donde se aprecia una «tendencia a subestimar los beneficios económicos de ahorrar en mano de obra» (Caplan 2007, p. 40). Él toma los subsidios a la agricultura como ejemplo para los Estados Unidos, donde estos son populares tanto en estados agrícolas como en estados no agrícolas. Las elecciones sugieren que la gente concuerda con la idea de que los subsidios agrícolas son necesarios para garantizar un abastecimiento seguro de alimento en contra de los economistas, por el otro lado, que ven a los subsidios como dispendiosos e innecesarios para alcanzar estos fines. A continuación se pregunta: «¿Por qué nadie escucha a los economistas?» Uno podría pensar que la gente simplemente no ha pensado acerca de ello, pero incluso cuando están bien explicados, los análisis de los economistas no resultan persuasivos ni interesantes para mucha gente. De aquí que cada vez más los consumidores se conviertan en «ignorantes racionales» respecto del hecho de que están pagando precios elevados por su comida —no vale la pena el esfuerzo de informarse, protestar o darle importancia.

A menudo se responsabiliza a los franceses por la PAC (Zobbe 2002). Muchos ven a los alemanes como las pobres almas forzadas a aceptar la PAC como precio a pagar por obtener un mercado libre de bienes industriales.⁴ Sin embargo, debemos hacer notar que la agricultura alemana se oponía a la política porque temía que la PAC redujese sus barreras proteccionistas, que eran

⁴ El nuevo Ministro de Agricultura francés «... condujo las discusiones por la primera PAC. Los alemanes trataron de bloquear cada paso. Adenauer (Primer Ministro Alemán) estaba bajo la presión enorme de los agricultores, la gran mayoría de su propia coalición e incluso intereses comerciales para rechazar la PAC... En sucesivas rondas de negociaciones, de Gaulle se enfrentó a Erhard, no a Adenauer. La cooperación política también fracasó. Ahora tomó una línea más dura. Informó a su gabinete a principios de 1963 que si la PAC no se completaba pronto “no habría más Mercado Común”» (Pearsons, 2003).

las más altas de Europa hasta el momento. El lobby agrícola en Alemania venía manteniendo al país cautivo desde los días de la pared tarifaria de Otto von Bismarck. Con los precios mínimos más elevados de la Comunidad Económica Europea, Alemania temía que la armonización implicara dolorosos recortes de precios para sus políticamente influyentes productores agrícolas.

III LA DISOLUCIÓN DEL COMERCIO AGRÍCOLA EN EUROPA

En 1968 se introdujeron las cuotas para el azúcar refinado como una manera de combatir las excesivas «montañas de alimento» que estaban acumulándose tal como los economistas norteamericanos habían previsto.⁵ Poco tiempo después, en 1969, una sexta parte de la cosecha de trigo de la Unión Europea debió ser desnaturalizada. Dado que su consumo dejó de ser apto para los seres humanos pero todavía podía ser consumida por animales, fue subsidiada como alimento animal en un intento por equilibrar demanda y oferta. En los '70 creció el temor de que la PAC fuera a desestabilizar a la Unión Europea en su totalidad. Los excedentes «estructurales», el incremento del costo presupuestario, las desigualdades entre los agricultores en términos de los beneficios de la PAC y las amenazadas relaciones internacionales contribuyeron a generar un intento de reforma. Esto llevó al principio, adoptado en 1982, de que los productores debían aceptar menos apoyo si superaban un nivel límite de producción. «Los Umbrales de Garantía» fueron adoptados para la leche, el azúcar, los cereales y los tomates procesados. Reformas posteriores, en 1984 y 1986, impusieron cuotas para la distribución de leche e introdujeron subvenciones a los precios. En 1988, la comisión de

⁵ «Parecería que la producción podría fácilmente ser incrementada a un ritmo mínimo del dos por ciento o más anualmente —casi el doble de la tasa de crecimiento de la demanda anticipada. Si esto tuviera lugar, la demanda neta europea de alimentos no tropicales importados se reduciría en algún momento de finales de los '60 y desaparecería prácticamente durante la década siguiente» (Coppock, 1963, p. 173).

la UE, célebre por su honestidad, anunció al mundo que «para la mayoría de los productores, las compras gubernamentales de apoyo ilimitadas son cosa del pasado». Como veremos más adelante, un tigre no cambia sus rayas.

IV

LA PAC: UNA BESTIA CON CABEZA DE HIEDRA

Muy similar a la mítica Hiedra a quien le crecían nuevas cabezas cuando una era cortada, cuando las justificaciones económicas para la PAC dejaron de ser efectivas para frenar cualquier tipo de reforma significativa, una plétora de nuevos argumentos emergió de las cenizas para reemplazarlas. Ayudada por brotes de enfermedades como la EEB (1997) y la fiebre aftosa (2001) y el crecimiento del cambio climático como justificativo para la expansión del poder gubernamental, la política de la PAC se ha apartado de los motivos tradicionales en que se apoyaba. Esto culminó en la futura declaración de los más destacados economistas agrícolas titulada «Una Política Agraria Común para los Bienes Públicos Europeos» (ECIPE, 2009), donde se propuso un cambio en los objetivos de la PAC. La declaración argumentaba que los objetivos clave hasta el momento —incrementar la eficiencia agrícola, cambiar la distribución del ingreso en la UE, y fomentar el desarrollo rural— no deberían seguir teniendo un rol preponderante. La búsqueda de cantidad demandada por los precios mínimos de la PAC comprometía la calidad, la seguridad y la ecología. En lugar de ello, la PAC debía basarse en argumentos medioambientales. Esto incluye contribuciones a la lucha contra el cambio climático, la protección de la biodiversidad y una administración del agua que pueda lidiar con la contaminación, la escasez y las inundaciones. Los economistas concluyeron que la futura PAC debía ser fundamentalmente diferente de la vigente hasta el momento. La intervención en los mercados agrícolas, por ejemplo, mediante subsidios a las exportaciones y el sistema de Pago Único por Explotación que otorga un apoyo al ingreso agrícola sin demandar algo de producción a cambio, debía ser progresivamente eliminada.

El actual comisionado agrícola de la UE, Dacian Ciolo (2010) ha proclamado una «*verdización* de la PAC». Incluso el comisionado medioambiental de la UE, Janez Poto Nik llegó al punto de decir que él ve «en algún momento del futuro» una política europea llamada «La Política Agraria y Medioambiental Común» (Poto nik, 2010). En sus palabras: «Necesitamos nada menos que una PAC que respete [el suelo y el agua] y promueva prácticas que los usen en una forma sostenible y recurso-eficiente. También necesitamos una PAC que pueda invertir en protegerlos y restaurarlos cuando éstos hayan sido degradados o contaminados». Franz Fischler, un ex comisionado agrícola de la UE y actual director de la fundación RISE para el desarrollo rural se lamentaba de que cuando la PAC fue introducida originalmente la actividad se intensificó como resultado de las compras ilimitadas a precios artificialmente altos.⁶ Ahora dice que la PAC debería «superar la seguridad alimenticia» haciendo que la política de la UE provea bienes y servicios públicos ecológicos.

Pero ¿qué quiere decir con bienes públicos? Los bienes públicos significan cosas distintas para las diferentes partes interesadas. En la literatura, Samuelson (Samuelson, 1954) y otros han argumentado que un déficit en la producción de bienes públicos, comparado con la escala de la demanda pública, apuntala el caso en favor de la intervención pública, y que asegurar la provisión de bienes públicos es una razón válida para la intervención estatal. Este argumento en favor de la intervención da lugar a una variedad de sectores o ramas de las políticas públicas tales como el agua potable, la «biodiversidad» y el «clima estable».

Al emplear la teoría de los bienes públicos y amalgamarla con el ecologismo y el cambio climático, el lobby agrícola ha logrado secuestrar las economías de Europa. Los biocombustibles, por ejemplo, en los últimos años se han abierto paso rápidamente en el mercado del combustible para transporte. Según el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente, la producción mundial de etanol para combustible de transporte se triplicó entre los años 2000 y 2007 elevándose desde 17 mil millones de litros a más

⁶ La *Rural Investment Support Foundation* (RISE) es un lobby pro PAC fundado en el año 2006.

de 52 mil millones a nivel mundial, mientras que la producción de biodiesel se multiplicó por once desde menos de mil millones a casi 11 mil millones de litros (UNEP, 2009, p. 33). Un período de precios del petróleo elevados incrementó aún más la producción de etanol y biodiesel en el año 2008. Los principales países productores de biocombustibles para el transporte son, por supuesto, los Estados Unidos, Brasil y la Unión Europea. Brasil y los Estados Unidos subsidiaron el 55 y el 35 por ciento, respectivamente, de la producción de etanol mundial en el 2009 y la Unión Europea subsidió el 60 por ciento del total de biodiesel producido. La producción de los Estados Unidos consiste en su mayoría en etanol de maíz; en Brasil el producto principal es el etanol de la caña de azúcar; y en la Unión Europea la mayoría de los biocombustibles es biodiesel de colza (UNEP, 2009, p. 15).

El principal estímulo para este crecimiento extraordinario en el uso de biocombustibles ha sido la introducción de políticas de fomento al abandono de la producción de combustibles fósiles para el transporte automotor.

La política de biocombustibles de la UE ha ido evolucionando con los años desde un modesto apoyo a la producción de etanol como subproducto agrícola, hacia la elaboración de mandatos para la producción de combustibles de fuentes renovables. El excedente en la producción de vino fue quitado de los mercados durante décadas y utilizado en gran medida como bioetanol. La Unión Europea aprobó incluso una legislación en el 2008 que obligaba a usar biocombustibles en el sector del transporte. Como parte de su «Paquete para el Cambio Climático», la UE adoptó la Directiva para la Energía Renovable (DRE, por sus siglas en inglés) en 2009 que fijaba un objetivo de 10 por ciento para que la energía utilizada en el transporte proviniera de fuentes renovables en el año 2020 (Comisión Europea, 2008) junto con el requisito de que el 20 por ciento de toda la energía proviniera de fuentes renovables (incrementándose desde el 8 por ciento del año 2009). Los mandatos relativos a los biocombustibles, las concesiones impositivas y el apoyo a las políticas aduaneras profundizan el vínculo entre los mercados de productos agrícolas y de energía. En lugar de traer mayor estabilidad, estas políticas relativas a los biocombustibles incrementaron la volatilidad de los precios

agrícolas al hacer dependientes también a sus mercados tanto del nivel como de los precios del petróleo.

Mientras los productores agrícolas pueden simplemente querer un ingreso más estable para sí mismos, los que promueven una PAC «más verde» son más ideológicos. Como Franz Fischler comenta decepcionado:

En líneas generales, veo al desarrollo agrícola y rural de Europa sufrir los fallos del mercado, los recortes al presupuesto público y la ignorancia pública. La seguridad del alimento y del pienso, el cambio medioambiental y climático se encuentran en un camino insostenible. Al expandir la producción, los administradores de la tierra europeos han estado produciendo «bienes» medioambientales insuficientes tales como hábitats, especies y paisajes culturales, y muchos «males» medioambientales tales como contaminación de la atmósfera, la tierra y el agua. Esto es un símbolo de los fallos del mercado. (Fischler, 2010, p. 1).

Al recompensar generosamente la producción a cualquier precio, la PAC ha llevado a la intensificación de la agricultura en Europa. Paolo Bruni, presidente del lobby agrícola Copa-Cogeca, paraguas europeo de las cooperativas agrícolas, hacía notar que al introducir costosas regulaciones y obligaciones a los agricultores al tiempo que no se expanden los subsidios de manera simultánea, la agricultura de la UE se ve artificialmente condenada a realizar agricultura intensiva. En particular, suele ignorarse que la agricultura también tiene efectos colaterales negativos para la sociedad: el agua es extraída de los ríos y contaminada con fertilizantes y pesticidas. Cuando esto sucede se suele decir que existe una «externalidad de mercado» y ello se utiliza para justificar una expansión del poder del gobierno para monitorear y asignar recursos y derechos de propiedad. Las externalidades a las que economistas como Samuelson hacen referencia emergen cuando los derechos de propiedad no se encuentran claramente definidos (Mises, 1940, pp. 599-605).

Sin embargo, todo esto es una palabrería insulsa puesto que incluso ahora hablar de la nueva eco-condicionalidad de los subsidios directos para los agricultores no tiene mucho sentido dado que ya existen requisitos de cumplimiento cruzado (*cross-compliance*)

y se espera que los productores respeten las leyes medioambientales de la UE. Hasta hace poco, la Unión Europea no se regía por el principio de «pagar al contaminador para que no contamine» sino por el «principio del contaminador-pagador» (PPP, por sus siglas en inglés). Si contaminas, deberías estar recibiendo una acción civil de todas formas, no solamente quedarte sin subsidios.

Paolo Bruni señala que «Si la producción no fuera económicamente viable, muchas regiones de la Unión Europea se verían obligadas al abandono de tierras. Esto podría destruir las enormes inversiones que los productores agrícolas y sus cooperativas han puesto en marcha» (Ryan, 2010). Aquí podemos ver el embrollo incoherente que significa la justificación medioambiental de la PAC. Por un lado abogan por políticas para proteger la naturaleza pero que aceleran la contaminación y la intensificación de la producción agraria. Por el otro lado, proponen el subsidio a los agricultores para mantener «la herencia agraria europea» lo que supone mantener más tierra en producción y pone a los granjeros nuevamente en la situación inicial de producción intensiva como requisito para la subsistencia.

V

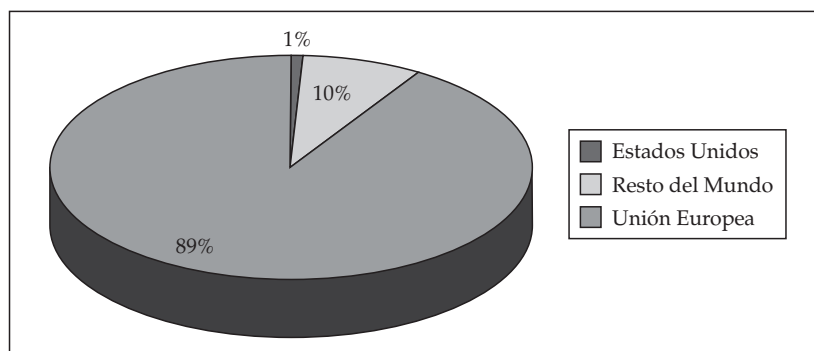
LA PAC: LA GRAN ANIQUILADORA DE LA COMUNIDAD AGRÍCOLA

Además de mantener los precios artificialmente altos, castigar a los consumidores europeos y bloquear las importaciones de los países en vías de desarrollo llevando a la quiebra a los productores del tercer mundo, la PAC también ha fracasado en su objetivo de proteger el trabajo de los productores agrícolas y estabilizar sus ingresos. Solamente entre los años 1995 y 2000, los ingresos agrícolas cayeron un 70 por ciento (Open Europe 2005, p. 11). Esta caída se dio de manera concurrente con la caída en la proporción de pequeñas explotaciones en el número total de explotaciones lecheras. Se estima que dicha proporción caerá desde el 70 por ciento del año 1990 hasta menos del 10 por ciento en el año 2009 mientras que la proporción de grandes explotaciones crecerá desde 3 hasta el 45 por ciento para el año 2020 (Jongeneel, 2010). A pesar

de la propaganda diciendo que la PAC se lleva a cabo en nombre del pobre pequeño productor, la abrumadora mayoría de los beneficios va a parar a los proveedores de input y a los grandes latifundistas (Open Europe 2005, p. 11). La OCDE estima que solo el 25 por ciento del valor total de los subsidios a la producción es realmente ganancia del productor. Los beneficios a los granjeros han aumentado también en una medida mucho menor que los presupuestos públicos ya que los pagos directos están destinados en gran medida a contrarrestar la caída en los precios internacionales. En el Reino Unido, por ejemplo, se ha dado el caso de que el 20 por ciento de las fincas y negocios agrícolas se llevaron el 82 por ciento de todos los subsidios de la PAC, mientras que el último 20 por ciento recibía solo un 0,05 por ciento. Como Jack Thurston, cofundador de FarmSubsidy.org ha mencionado: «Cuanto más grande eres, más subsidios recibes... Es al revés de lo que piensas que es un subsidio» (Walt, 2010). El absurdo se puede ver también en el hecho de que la UE gasta un poco menos de mil millones de euros al año (cerca del 2 por ciento del presupuesto total de la PAC) en subsidios al tabaco, pero al mismo tiempo promueve y fomenta programas para no fumar. La PAC es el sistema mundial más grande de subsidios agrícolas, con un gasto de 55 mil millones de euros en 2010 (Comisión Europea, 2010). Como podemos ver aquí, la UE utiliza los subsidios a las exportaciones en una escala muy superior a la de todos los demás países combinados (Gráfico 1).

El gráfico 1 resume los niveles totales de utilización de subsidios a las exportaciones (convertidos a dólares estadounidenses) de todos los países miembros que publican estadísticas al respecto para el período 1995-2002. La publicación de estadísticas sobre los subsidios a las exportaciones por parte de los países que participaron, en Uruguay, de la ronda de negociaciones comerciales del GATT fue llevada a cabo de común acuerdo por todos. Sin embargo, ha habido una quiebra en la actual ronda de Doha albergada por la Organización Mundial de Comercio que comenzó en el 2001 como resultado del rechazo por parte de los Estados Unidos y de la Unión Europea a cualquier tipo de compromiso respecto de sus políticas agrícolas. La conformidad con la publicación de informes sobre los subsidios a las exportaciones casi se termina

GRÁFICO 1
PORCENTAJE MUNDIAL DE SUBSIDIOS DE APOYO DOMÉSTICO



Fuente: Economic Research Service. USDA (USDA, 2010).

por completo durante las negociaciones del año 2003, haciendo difícil determinar cuáles son en la actualidad los porcentajes de subsidios a las exportaciones. Es razonable estimar que el gráfico de más arriba se asemeja a un informe actualizado.

No tiene ningún valor que los números del Eurostat hayan mostrado «a los agricultores como un grupo en la mayoría de los países de la UE-15 (al comienzo del nuevo milenio) de ingresos promedio muy similares a aquellos de las familias en general en el mismo país (a excepción de Portugal)» (Ackrill, 2008). Como hizo notar un autor, este hallazgo nada pudo hacer para brindar mayor apoyo político a este tipo de estadísticas, al menos entre las familias agrícolas (Hill, 2008). Entre otras de las preocupaciones destacadas por Hill también se incluyen a grupos de agricultores que, en algunos países, se oponen a la publicación de información que muestre el ingreso total de los miembros así como a las diferencias de ingresos totales a través de los distintos países argumentando en los debates políticos que ello iría en contra de los «intereses nacionales». En un mes tan reciente como Noviembre del año 2010 la PAC, que en el pasado publicaba los importes pagados a los productores agropecuarios, dejó de publicar esta información describiéndola como la «obligación de publicar información personal» y, de aquí, como un ataque contra la libertad individual (Thurston, Mulvad, y Alfter, 2010). Este es

un comienzo asombroso, especialmente considerando que poco tiempo atrás este mismo año el ex viceministro de agricultura búlgaro, Dimitar Peychev, fue arrestado tras descubrirse que su hija de 27 años había recibido 781.456 € en subvenciones de la PAC en 2009, provenientes principalmente del Programa de Desarrollo Rural. En total, su esposa e hija recibieron un millón y medio de euros de la PAC mientras él era el responsable de la distribución del dinero destinado a políticas generales de la UE (Vaglenov y Balabanova, 2010). Un programa de redistribución que cuesta a cada familia europea cerca de 1.000 € al año y sin embargo le niega al público el acceso al conocimiento de quiénes son los que están beneficiándose de él, es una afrenta a la justicia y al sentido común. Como Valentin Zahrnt indica (2010):

La carga de la prueba para los subsidios agrícolas ha sido mal asignada en el pasado. Aquellos que defendían el status quo de la PAC se referían ampliamente a los bajos ingresos agrícolas y al peligro que acechaba la seguridad del abastecimiento alimenticio. Pero nunca mostraron evidencia contundente suficiente respecto de la incidencia de la pobreza entre las familias agricultoras y la eficiencia en las transferencias de la PAC hacia las familias pobres, o escenarios creíbles bajo los cuales la seguridad alimenticia de la UE no pudiera ser mantenida.

VI LA BÚSQUEDA DE UNA JUSTIFICACIÓN

Con el colapso de la Unión Soviética y el sentir generalizado inclinándose en contra de la planificación centralizada a finales de los '90, la PAC parecía fuera de moda y arcaica. Consciente de esto, la Comisión Europea dejó de utilizar argumentos económicos para justificar la PAC y se esforzó por encontrar defensas nuevas, vagas y más subjetivas. Un ejemplo típico es el de Franz Fischler (2008, pp. 22-27):

Sin una PAC fuerte, sería muy difícil alcanzar una agricultura sustentable y orientada hacia la naturaleza. Por un lado, la tendencia de la agricultura industrial se llevaría a cabo a expensas del

bienestar animal y los servicios medioambientales. Por el otro, las regiones menos favorables serían abandonadas dando como resultado una variedad de consecuencias negativas para las áreas rurales y urbanas y sus habitantes. Las áreas rurales forman una hermosa e importante parte de la cultura europea. La PAC debe tener su rol en salvaguardar esta herencia natural y cultural.

Otra manifestación de la propaganda alimentada por el lobby agrícola para defender las subvenciones es la propagación de románticos mitos bucólicos que incluyen la confusión de la moderna agricultura comercial con la herencia rural y la idea de que las políticas agrícolas actuales sirven para sostener valores sociales fundamentales. Los intereses agrícolas pueden explotar estos mitos para generar el apoyo público a sus programas. Como veremos, meter a todo el sector agrícola en el mismo programa de bienestar público ha contribuido, en realidad, a la despoblación y a la quiebra de la Europa rural.

En años más recientes, los intentos de reforma se enfocaron principalmente en generar pagos directos significativos a los agricultores, sin considerar los efectos secundarios. La principal entre las distintas propuestas fue el clamor por la «naturaleza multifuncional de la agricultura» que exige una remuneración para los agricultores por su rol como «comisarios del medioambiente» y el paisaje rural. La Comisión ha declarado que «La diferencia fundamental entre el modelo europeo y aquel de nuestros competidores más grandes radica en la naturaleza multifuncional de la agricultura europea y el papel que desempeña en la economía y el medioambiente, en la sociedad y en la preservación del paisaje, de donde emerge la necesidad de mantener los cultivos en toda Europa y salvaguardar los ingresos de los agricultores» (Comisión de las Comunidades Europeas, 1998).

Aun si aceptáramos tal meta como genuina, tales programas no promueven los objetivos declarados por la política de proteger los paisajes y la diversidad biológica de una manera inteligente. Por ejemplo ¿cómo podría alguien haber sugerido que la política de retirada de tierras de la producción (*set-aside*), donde se paga a los productores por no trabajar su tierra, sería algo agradable a la vista? También se da el caso de que los precios inflados de los productos ayudan a mantener beneficios agrícolas más elevados

lo que, por tanto, hace que haya más tierra en uso. De esta forma, en nombre de un hermoso ecosistema, la UE paga simultáneamente a los productores para no cultivar ciertas tierras y subsidia el cultivo de otras extensiones que de otra forma quedarían sin explotar. Esto guarda semejanza con las políticas que los Estados Unidos implementaron como parte del «New Deal» en los años '30:

Sin darse cuenta, los programas de la Oficina Agrícola Federal (FFB, por sus siglas en inglés) habían fomentado una mayor producción de trigo solo para evidenciarse en primavera que los precios caían rápidamente; los excedentes crecientes amenazaban el mercado y alentaron fuertes caídas. Se hizo evidente, en la impecable lógica de la intervención gubernamental, que los granjeros tendrían que reducir su producción de trigo si es que querían elevar los precios de manera efectiva. La FFB estaba aprendiendo la lección de todos los cárteles —la producción debía reducirse a fin de elevar los precios. Y la lógica del monopolio gubernamental de la agricultura también llevó a la FFB a concluir que los agricultores estaban «sobre produciendo». (Rothbard, 1963, p. 269).

Luego Rothbard procedió a explicar:

Y de esta forma el grandioso esfuerzo de estabilización de la Oficina Agrícola Federal fracasó estrepitosamente. Sus préstamos alentaron la mayor producción, que sumándose a los excedentes inundaron el mercado, rebajando más los precios tanto por razones directas como psicológicas. La FFB, entonces, empeoró la mismísima depresión agrícola que se suponía que debía resolver. Con la FFB generalmente reconocida como un fracaso, el presidente Hoover comenzó a empujar la inexorable lógica de la intervención hacia el segundo nivel: recomendar que la tierra productiva fuera retirada del cultivo, que las cosechas se destruyeran, y que los animales inmaduros fueran asesinados —todo para reducir los excedentes a los que, con anterioridad, el mismo gobierno había dado origen. (Rothbard, 1963, p. 273).

Los comisionados de la Unión Europea no son personas estúpidas. Están totalmente al tanto de lo vergonzoso que es tener excedentes que deben ser destruidos o desechados año tras año. Dándose cuenta de que no pueden proseguir para siempre con una política tan obviamente atrasada, las últimas reformas han

ido en la dirección de promover un sistema de subsidios vergonzoso para los agricultores. En las reformas del año 2003, conocidas como Reformas Fischler, los subsidios directos fueron reemplazados por un sistema de pago único por explotación (SFP, por sus siglas en inglés) que se basaría en consideraciones de lugar y de subvenciones históricas sin relación alguna con la producción. Franz Fischler fue acusado de querer asesinar la PAC, pero hoy en día los sindicatos de agricultores reconocen ampliamente que él fue quien, de hecho, la salvó.⁷ Fischler creó una nueva criatura con la que los defensores del mercado libre deben enfrentarse, el Monstruo Verde, toda la teoría de los bienes públicos y la evidencia pseudocientífica sobre la que se encuentra fundamentada y que ha cautivado la imaginación popular.

VII

¿CÓMO FUNCIONA LA PAC EN LA ACTUALIDAD?

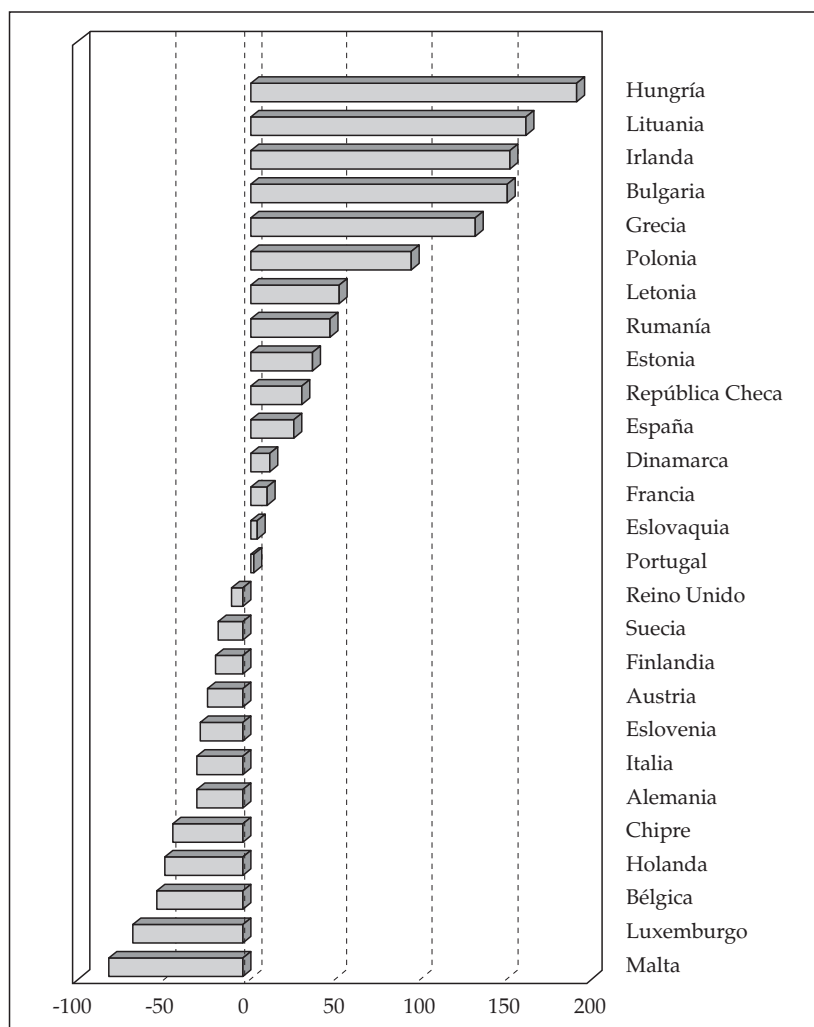
En los últimos años, la UE ha dejado de enfocarse en un agresivo y explícito proteccionismo económico. Los lobistas han llevado al proteccionismo a formas cada vez más sofisticadas y difíciles de medir. Los «estándares de calidad» se han convertido en las nuevas barreras arancelarias. Por ejemplo, los estándares de la Unión Europea para proteger a los consumidores de la aflatoxina cuestan a los africanos exportadores de nueces, cereales y frutos secos 650 millones de dólares al año y reducen sus exportaciones en un 64 por ciento. El Banco Mundial estima que esta política que es extremadamente onerosa para mucho africanos *puede* prevenir una de cada mil millones de muertes por año en Europa (Open Europe, 2005, p. 15).

⁷ «Las organizaciones rurales de Europa admiten hoy que las reformas Fischler rescataron a la PAC y reconocieron que si Fischler hubiera cedido ante el pedido de Chirac de posponer las reformas hasta después de la ronda de la OMC, esto podría haber significado el final de la PAC como la conocemos. Sin reformas Europa no solo se habría quedado sin una base sólida y creíble para participar activamente en las conversaciones de la ronda de Doha sobre desarrollo, sino que también el acuerdo del Consejo Europeo de Bruselas no se habría sostenido frente a las presiones de los representantes del “uno por ciento” en relación con las perspectivas financieras para 2007-13» (Pirzio-Biroli, 2008).

El gran tamaño del lobby agrícola europeo se ha asegurado siempre de que exista una resistencia considerable a toda reforma de la PAC. No obstante, a pesar de la posición privilegiada que los lobistas le han conseguido a la comunidad agrícola en su totalidad, la proporción del empleo agrícola en relación al empleo total se ha reducido en todos los países de la Comunidad Europea, haciendo que su posición privilegiada se vuelva cada vez menos segura. El rol de la agricultura en el empleo e ingreso total europeo ha decrecido drásticamente desde el origen de la PAC. La población rural de la UE ha ido reduciéndose en un promedio de 3 por ciento anual desde 1968, y el declive ha ido tomando velocidad: 4,5 por ciento anual desde 1986 a 1996 y ha caído en los países de la UE15 en un 18% entre los años 1995 y 2005. Además, la contribución de la agricultura al PIB también ha continuado su declive aun más que el empleo en términos porcentuales. La agricultura de la Unión Europea empleaba poco más del 5,1 por ciento de la fuerza laboral de los países de la UE15 en 1996, pero representaba solo el 1,7 por ciento del PIB. También, los ingresos de las familias rurales han mejorado dramáticamente, igualando o sobrepasando los ingresos de las familias no rurales en la mayoría de los países de la UE (Comisión Europea, 1997). En la actualidad el ingreso promedio de las familias rurales, incluyendo las subvenciones agrícolas y el ingreso por actividades no agrícolas, se ha elevado hasta igualar e incluso superar los ingresos no rurales en casi todos los países de la UE. A pesar de que la población rural ha caído, ésta representa un voto «agrícola» crítico en muchos países europeos y los grandes beneficios destinados a los intereses rurales los han convertido en activos participantes de la vida política. Los beneficios de la PAC se han ido concentrando progresivamente en un número cada vez más pequeño de productores que son relativamente adinerados, reduciendo el apoyo popular a la PAC como fuente de asistencia a los necesitados (Open Europe, 2005). Sin embargo, los beneficios relativamente más pequeños destinados a un número más grande de pequeños productores siguen siendo importante para éstos, manteniendo un importante nivel de apoyo político para la PAC. Los países mediterráneos e Irlanda han sido los principales beneficiarios de la PAC y otros programas europeos. Un productor agropecuario en Grecia recibe

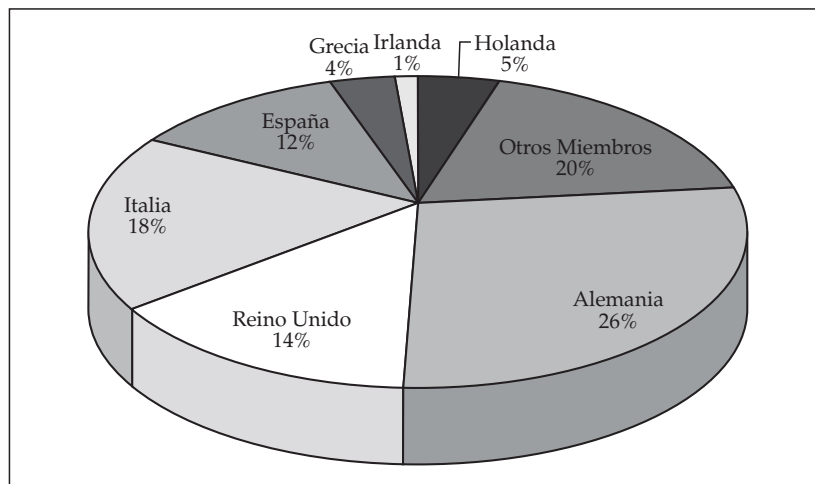
más de 500 € por hectárea, mientras que un colega de Letonia recibe menos de 100 € por hectárea. Los ganadores y perdedores de la PAC pueden apreciarse en el gráfico siguiente.

GRÁFICO 2
 PORCENTAJE DE INVERSIÓN EN LA PAC RETORNADA
 A CADA PAÍS. (PAC 2010)



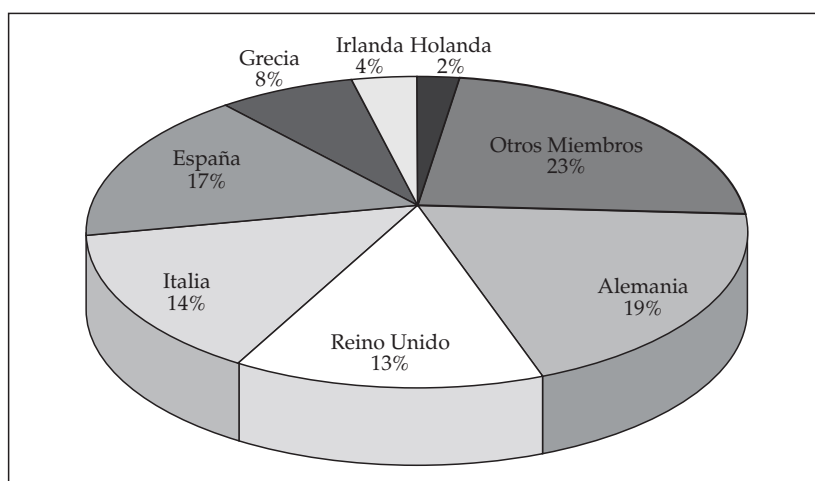
Alemania, y en menor medida el Reino Unido han sido los contribuyentes netos principales al presupuesto europeo. La posición política de Alemania como principal pagador ha sido complicada por su necesidad política —particularmente fuerte— de tener precios altos porque las explotaciones alemanas son relativamente pequeñas y los ingresos no rurales son relativamente elevados. Por su parte, el Reino Unido ha recibido un reembolso como compensación por contribuir significativamente más a la Unión Europea y recibir significativamente menos que otros países de la PAC. Los países del Benelux también parecen enfrentar la peor parte del acuerdo en relación con la PAC, pero uno debe recordar también que el monolítico edificio de la burocracia europea tiene su epicentro en estos países de manera que mientras tal vez sea el caso de que no se beneficien directamente de la PAC, sí reciben ciertos beneficios indirectos. Al comparar los siguientes diagramas se vuelve evidente quién está levantando la parte más pesada de la PAC y quiénes son los *freeriders*.

GRÁFICO 3
CONTRIBUCIONES NACIONALES AL APOYO DIRECTO
DE INGRESOS



Fuente: Parlamento Europeo (2010).

GRÁFICO 4
PERCEPCIONES NACIONALES DEL APOYO DIRECTO
DE INGRESOS



Fuente: Parlamento Europeo (2010).

VIII ¿QUÉ PASA CUANDO SE RETIRAN LOS SUBSIDIOS?

Nueva Zelanda eliminó de manera unilateral sus subsidios a mediados de los '80. Mientras la Unión Europea ha perdido cerca de un 40 por ciento de sus empleos agrícolas, el empleo rural en Nueva Zelanda se ha mantenido estable. Durante el mismo período, en Nueva Zelanda la producción creció un 150 por ciento en comparación con el 30 por ciento de crecimiento de la UE. Sin las subvenciones, muchos productores agrícolas se concentraron más en el valor que en el volumen, de manera que hay más importaciones, pero también más exportaciones con valor añadido. La producción y los ingresos netos de la producción lechera neozelandesa son más elevados ahora de lo que eran antes de que los subsidios se eliminaran —y el costo de producción de leche se encuentra entre los más bajos a nivel mundial (Rodale Institute, 2002).

En 1990, los suecos también rechazaron la idea de que un fuerte apoyo al mercado podía ser justificado por algún objetivo «no económico» de la agricultura. En lugar de eso, cualquier externalidad medioambiental positiva debía ser remunerada mediante pagos directos. La filosofía subyacente era que las medidas de compensación/ajuste debían pagarse no porque las políticas del pasado hubieran creado automáticamente derechos a futuras subvenciones sino porque la sociedad tenía la obligación, en el sector agrícola y en cualquier otro, de abolir las políticas anteriores bajo condiciones socialmente aceptables.

En 1990 todas las regulaciones internas al mercado fueron abolidas lo que hizo de Suecia uno de los países con sectores agrícolas más desregulados en el mundo. A los productores solo se les ofreció una modesta y temporaria compensación y contrariamente a las reformas de la PAC, la reforma no se llevó a cabo a raíz de presiones externas o de una crisis presupuestaria.

Lamentablemente, casi todo debió ser revertido después de que Suecia tuviera que unirse a la PAC como requisito previo para ingresar en la UE en 1995. La política agrícola en Suecia estaba basada principalmente en un sistema de precios mínimos (Rabinowicz, 2004). El nivel total de subsidios en Suecia, medido por la Estimación de Apoyo al Productor (PSE, por sus siglas en inglés), era de 57 por ciento en 1990 y los precios del alimento eran muy elevados de acuerdo con los estándares internacionales. Las comparaciones ajustadas por el poder adquisitivo indicaban que los precios de la comida en Suecia se encontraban un 60 por ciento por encima del nivel de la Unión Europea, mientras que los precios en general eran solo de un 35-40 por ciento (Bolin, 1992). Además, los precios de los alimentos también se elevaron en términos reales durante la década del '80. En el año 2007, el máximo estandarte de la elite socialista europea, Suecia, se convirtió en el primer país de Europa en llamar a un abandono total de todas las subvenciones y regulaciones en el sector agropecuario con la única excepción de una pequeña cantidad destinada a subsidios medioambientales. Habiendo experimentado el dulce sabor de la libertad de mercado los suecos, naturalmente, rechazan el gasto burocrático de Bruselas.

IX
¿PUDO LA PAC REALMENTE
ESTABILIZAR LOS MERCADOS?

Al seguir las tendencias de su época, los tecnócratas ideólogos de la PAC estaban lo suficientemente confundidos como para todavía creer que podrían micro-dirigir el complejo súper sistema de la agricultura europea. El ganador del premio nobel de economía Friedrich Hayek pasó su vida luchando contra lo que llamó la «arrogancia fatal». Hayek consideraba que la idea de que el gobierno pudiera asignar los recursos de la sociedad de una manera más eficiente y racional que los propios individuos constituía uno de los mayores peligros para la humanidad en el siglo XX. En realidad, él observó que en la sociedad existe un insuperable problema de división del conocimiento al cual los gobiernos deben enfrentarse (Hayek 1948, p. 77; Huerta de Soto 2010, caps. 2 y 3).

A menudo se sugiere que el incremento en la productividad producto de la mejora en las tecnologías ha sido un resultado de la genialidad de la PAC que el mercado no podría proveer. Se ha dicho que una revolución tecnológica tuvo lugar como resultado de los mayores precios impulsados por la política de fijación de precios de la PAC.⁸ Sin embargo, la explosión real del crecimiento agrícola ocurrió en los países en desarrollo del tercer mundo donde no existen los subsidios, muy lejos de las protegidas fortalezas de Europa y de los Estados Unidos. Esto se convirtió en lo que en 1968 el director de USAID, William Gaud, llamó la «Revolución Verde» refiriéndose específicamente a países como la India donde la producción de bienes como los cereales se duplicaron en tan solo veinte años, entre 1961-1985 (Conway, 1998). Más aún, los subsidios de la PAC impidieron la consolidación de pequeñas explotaciones en otras de mayor tamaño y permitieron

⁸ «El incentivo que los precios altos le dan a la agricultura conlleva a una mayor inversión en planta y equipo capital y un reemplazo más frecuente de este equipo. De aquí que sea posible que el cambio tecnológico sea adoptado más rápidamente de lo normal, ya que mucha de la nueva tecnología está representada en nuevo equipamiento y se adopta para incrementar la producción en lugar de reducir los costes ya que el precio de venta está subvencionado» (Harvey, 1998).

la existencia continuada de establecimientos ineficientes. Esto indicaría que cualquier avance tecnológico ha ocurrido a pesar de, en lugar de gracias a, las políticas de la PAC.

Los cambios globales han sido todos en la dirección opuesta a la de las políticas implementadas por la PAC. Por ejemplo, la población rural de los Estados Unidos en el año 1900 era de 29 millones; en el año 2000 había descendido a poco menos de 5 millones. En 1900 los productores agrícolas constituían el 39 por ciento de la población; en el año 2000, constituían poco más del 1,5 por ciento. Schumpeter (1942) describió impecablemente el proceso como uno de «destrucción creativa». A medida que las explotaciones más débiles e ineficientes son arrastradas a la bancarrota, nuevas oportunidades emergen y los recursos son liberados para que los empresarios alertas lleven a cabo una tarea de mejor asignación. En cualquier circunstancia, dado que los productores débiles e ineficientes son subvencionados por la PAC, el progreso tecnológico ha sido, en gran medida, retrasado. Además, dado que la PAC busca evitar los excedentes, parecería que la mejora tecnológica de la agricultura debería coincidir necesariamente con una política cada vez más restrictiva y más costosa (lo que, de hecho, ha sucedido).

Es más, contrariamente a los planes de autosuficiencia en la producción agraria, el déficit comercial en alimentos de los países de la UE27 es enorme y está en aumento, trepando desde 10,9 mil millones de euros en el año 2000 a 24,4 mil millones de euros en el año 2008 (de los cuales 13,3 mil millones están bajo la clasificación europea de «pescado») y solo en agricultura promediando los 6,6 mil millones de euros anuales desde 2000 a 2008. La tendencia más moderna fue la evolución reciente de los precios agrícolas en los mercados internacionales durante la crisis de los alimentos del año 2008. Tras décadas de asedio por parte de los gobiernos, las intervenciones comenzaron a dar sus frutos a medida que los precios comenzaron a elevarse rápidamente durante el período 2007-08. Como narraba un autor: «Ninguna persona sensata creía que la tendencia a la baja de los precios pudiera ser revertida. Pero esto ya no es cierto. No sabemos realmente cuáles serán los precios de los productos agrícolas pero podrían mantenerse elevados, basándose en estándares históricos, durante el futuro cercano. Y si eso

sucede, sabemos que el futuro de la agricultura se verá profundamente afectado» (Petit, 2008). Muchos han acusado a la devastación agrícola de la PAC de ser un actor principal en el deterioro de los mercados internacionales de alimento. Al establecer lo que se conoce como «Fortaleza Europea» (Spoerer 2010), Europa todavía es una tierra rodeada de barreras proteccionistas. Agresivamente arroja millones de toneladas de comida a precios subsidiados a las economías del tercer mundo aniquilando a los productores locales. Como describe el informe anual del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo de 2005:

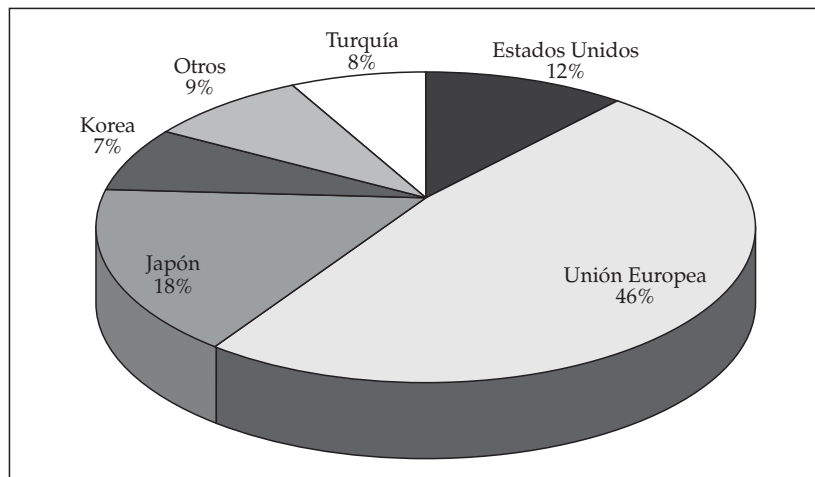
En lo que respecta al comercio agrícola internacional, el éxito en el mercado no está determinado por las ventajas comparativas, sino por el acceso comparativo a las subvenciones —un área en la cual los productores de los países pobres no pueden competir. Los elevados niveles de subsidios agrícolas se traducen en mayor producción, menor importación y mayor exportación de la que prevalecería de no existir los subsidios. Este apoyo es lo que ayuda a explicar por qué los países industrializados siguen dominando el comercio internacional de productos agrícolas. (Human Development Reports, 2005).

Una política agrícola europea carente de reformas seguirá obstaculizando los esfuerzos de la Unión Europea y otros donantes por erradicar la pobreza y perpetuará el sufrimiento humano. Además, habiendo participado en la génesis del problema, ahora se congratulan porque la PAC es, de hecho, la «solución», ya que ahora pueden expandir sus cuotas debido a que los stocks mundiales de alimento se han vuelto demasiado pequeños (Barnier, 2008).

A pesar de todo esto, sin embargo, la Unión Europea sigue siendo el más grande importador de productos agrícolas de los países en vías de desarrollo y la agricultura europea después de todo sigue teniendo una posición débil. Si la comparamos con Norteamérica, un productor estadounidense produce seis veces más valor añadido que su contraparte europea (Csaki, 2008). En promedio, durante el período 2006-08, la Unión Europea ha importado 53 mil millones de euros en productos. Esto es más de lo que importan Estados Unidos, Japón, Canadá, Australia y Nueva Zelanda *en conjunto*. La Estimación de Apoyo al Productor (PSE), calculada

por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), es un indicador del valor monetario anual de las transferencias brutas de los consumidores y contribuyentes a los productores agropecuarios. En el año 2009 la PSE total para todos los productos de la UE27 estaba valorada en casi 120 mil millones de dólares comparada con apenas 30 mil millones de dólares en los Estados Unidos (OECD, 2010). Como muestra el Gráfico 5, la Unión Europea es la principal contribuyente a las subvenciones de la OECD.

GRÁFICO 5
CONTRIBUYENTES A LAS POLÍTICAS DE APOYO DE LA OCDE



Fuente: Parlamento Europeo (2010).

Cuando los precios de los alimentos se dispararon en 2007/08, la seguridad alimenticia llegó a las portadas de los diarios y la maquinaria global gubernamental, como el G8, el Banco Mundial y la FAO (la Organización para la Alimentación y la Agricultura) se apresuraron a organizar cumbres y hacer declaraciones. Como describe Valentin Zahrnt:

Las preocupaciones acerca de los bajos ingresos agrícolas, la decadencia de las comunidades rurales y los beneficios para el paisaje

de la agricultura, todos parecieron ser lujos desechables al ser comparados con la potencial amenaza a nuestra supervivencia. Así que la seguridad alimenticia se transformó en el más persuasivo y poderoso argumento para aquellos que claman por la protección europea de la agricultura. (Citado en Zahrt, 2010).

La crisis alimenticia mundial de 2006/08, que vio cómo las existencias de alimento se erosionaban y los precios de bienes esenciales tales como el arroz y el trigo se incrementaban en un 217 y un 136 por ciento respectivamente, ha sacudido la profesión económica. En el año 2007, el Índice de Precios de los Productos Alimenticios calculado por la FAO subió cerca de un 40 por ciento, comparado con el 9 por ciento del año anterior. Durante décadas se supuso simplemente que siempre habría una tendencia a la baja de los precios alimenticios. Esta idea se encuentra ahora hecha añicos. A partir de las cenizas de la crisis alimenticia, la UE —como era de esperar— promocionó la PAC como la solución para cualquier crisis futura gracias a su sistema de almacenamiento para la posterior distribución estratégica en tiempos de necesidad. En el año 2010, la Comisión Europea anunció su intención de vender sus existencias de cereales a fin de estabilizar la situación después de que la prohibición en Rusia a la exportación de granos amedrentara a los mercados internacionales (EU Business Ltd, 2010). En el año 2007, en respuesta a una pregunta escrita del parlamento, el gobierno del Reino Unido reveló que a lo largo del año anterior el Stock Público de la UE había acumulado «13.476.812 toneladas de cereal, arroz, azúcar y leche y 3.529.002 hectolitros de alcohol/vino» que serían bien destruidos o bien subsidiados para que puedan exportarse. En términos globales, cerca de 100 millones de toneladas de granos por año están redirigiéndose desde los alimentos hacia los combustibles (Toepfer International, 2007). La producción total de granos para el año 2007 se situó apenas por encima de las 2 mil millones de toneladas. Incluso un informe del Banco Mundial concluyó en el mes de Julio de 2008 que «... grandes incrementos en la producción de biocombustibles en los Estado Unidos y Europa son la razón principal detrás de la vertical subida en los precios globales de los productos alimenticios» (Mitchell, 2008). El artículo terminaba

por admitir que sin la producción artificialmente estimulada de biocombustibles en los Estados Unidos y la UE los aumentos en los precios habrían sido mucho menores.

Por supuesto, a pesar de las innumerables declaraciones acerca de la necesidad de mantener la seguridad alimenticia, lo que la UE ha logrado realmente ha sido que la seguridad alimenticia de miles de millones de seres humanos sea cada vez más precaria. El mismo Al Gore, el campeón global de los subsidios a los biocombustibles, ha sido el último en darse cuenta del error de su postura. En un discurso en Noviembre del año 2010 en una conferencia sobre energías renovables en Atenas, afirmó que «no es una buena política otorgar subsidios para el etanol (norteamericano) de primera generación... Creo que el etanol de primera generación ha sido un error. Los ratios de conversión de energía son, en el mejor de los casos, muy pequeños... Una vez que el programa echa a andar, es difícil lidiar con el lobby que lo mantiene funcionando» (Reuters, 2010). Y continuó diciendo «El tamaño, el porcentaje de maíz particularmente, que se está empleando ahora para etanol de primera generación decididamente tiene un impacto en el precio de los alimentos». Uno debe preguntarse ante semejante testimonio por qué siguen en pie este tipo de programas.

Se estima que el apoyo público a la agricultura en los países de la OCDE cuesta a una familia de cuatro un promedio de 1000 dólares anuales en forma de impuestos y precios más elevados. Incluso de acuerdo con el Informe sobre Desarrollo Humano del año 2003 cada vaca lechera recibió 913 dólares anuales en subsidios durante el año 2000 en la Unión Europea, mientras que tan solo un promedio de 8 dólares por ser humano se destinaba a programas de ayuda al África Subsahariana. Si bien la PAC ha cambiado de manera significativa en los últimos diez años y ya no existen subsidios especiales para los vacunos, se trata simplemente de un reordenamiento de las sillas situadas sobre la cubierta del Titanic ya que el presupuesto total destinado a la producción agrícola no ha sido modificado.

X

¿QUÉ ES LO QUE REALMENTE GUÍA LA PAC?

Es interesante notar que el objetivo de la «seguridad alimenticia» que tradicionalmente se había esgrimido para justificar la PAC ha sido abandonado por la Comisión Europea (Comisión Europea, 2009). Sin embargo, Michel Barnier, Ministro de Agricultura francés durante el período 2007-09 y ex comisionado y miembro del gobernante partido de centroderecha UMP ha convocado a Europa para establecer un plan de seguridad alimenticia y resistir recortes adicionales del presupuesto agrícola europeo. «Se trata de asegurarse que las generaciones futuras no paguen un precio también». Con hábil *timing* político, el Ministro de Agricultura atacó a los mercados protestando porque «Lo que estamos viendo ahora en el mundo es la consecuencia de demasiado capitalismo de libre mercado... No podemos dejar la alimentación de las personas a la merced del mercado. Necesitamos una política pública, un medio de estabilización y de intervención» (Hall, 2008).

A principios de los años sesenta economistas norteamericanos como Tunman y Learn fueron extraordinariamente proféticos al observar que la PAC buscaría exportar los problemas europeos. El francés Michel Barnier también ha invitado a África y Latinoamérica a crear sus propias versiones de la Política Agraria Común europea como respuesta a la creciente demanda de alimentos, diciendo:

Yo creo que [la PAC] es un buen modelo. Es una política que nos permite producir para alimentarnos nosotros mismos. Unimos nuestros recursos para apoyar la producción. África Occidental, África Oriental, Latinoamérica y la costa sur del Mediterráneo todos necesitan políticas agrarias comunes y regionales. (Hall, 2008).

Mientras los críticos de la PAC se preparan para usar los precios crecientes y las amenazas de escasez de alimentos para conseguir un comercio más libre en el sector agrícola, Barnier ha mantenido firme su posición de no dejar que el sistema europeo de

subsidios y barreras al comercio sea el chivo expiatorio del «desorden» existente alrededor del alza en los precios de los *commodities* y el descontento asociado a él en muchos países.

1. ¿Existe alguna resistencia?

A pesar de todo, existe un creciente sentimiento en contra de la PAC. En el año 2000, una revista especializada analizando la PAC publicaba el siguiente comentario:

Es, tal vez, incluso más interesante que la actual justificación para la continuada existencia de la PAC —la agricultura multifuncional— no aparezca en ninguno de estos comentarios. Si lo hiciera, tal vez al menos uno podría haberse escrito a modo de obituario, cuando no como nota de despedida. Seguramente el título —Política Agraria Común— se ha vuelto ahora más anacrónico que la URSS, una contradicción, si no una verdadera mentira en cada palabra. (Harvey, 2008).

Y continúa diciendo:

Si la única justificación sostenible para cualquier tipo de política relativa a la agricultura (y/o al uso de tierras rurales) es aquella de los fallos del mercado (como sugieren implícitamente los argumentos de multifuncionalidad), entonces se sigue que las razones para la intervención (y de ahí el diseño de políticas y objetivos) deben también diferir, tanto en cantidad y en tipo, a lo largo del espacio, el territorio y, consecuentemente, a través de los distintos países. La noción y el concepto de una política común es inherentemente contradictorio si no vacío de sentido, como [Csaki, 2008] señala; los miembros actuales de la UE tienen requisitos muy diferentes en términos de cantidad y también en el tipo de política.

De momento, los planes de la PAC son que los gastos en políticas de apoyo al mercado y al ingreso agrícola, su pilar principal, se reduzcan eventualmente a un 32 por ciento del total del presupuesto europeo para 2013, un cambio significativo si se lo compara con el 70 por ciento que se llevaba a principios de los

ochenta. Además, habrá mucha presión sobre las finanzas de la PAC de 2013 en adelante porque los diez nuevos miembros de la UE que previamente solo recibían el 25% del total de la tasa europea, en el año 2004 recibirán el 100 por ciento del nivel de apoyo de la PAC que se aplica en la UE actualmente.

Sin embargo, la defensa intelectual de la PAC está menguando entre el público. La profesión económica está volviéndose cada vez más valiente en sus ataques contra la PAC. Como indicaba un autor recientemente, «los costos asumidos por los contribuyentes y los consumidores son más grandes que los beneficios de los productores agrícolas porque los precios altos expulsaron la demanda de consumo y la expansión subsidiada de la agricultura europea limitó la disponibilidad de recursos como el trabajo y el capital que podrían haber sido utilizados de manera más productiva en otros sectores de la economía. De aquí que la PAC no solo sea un juego de suma cero.» (Peeters, 2008).

En el mundo del posmodernismo económico podemos encontrar defensas de la PAC tales como «... la PAC [es] una parte fundamental de nuestro estado de bienestar europeo y su economía "moral" ... tiene una justificación *política*» (Rieger, 2005). La argumentación a favor de la PAC esta volviéndose cada vez más absurda y gran parte del lenguaje filantrópico concreto que rodeaba su creación está siendo dejada de lado. Como (Rieger, 2005) expone con orgullo: «La PAC es una política orientada hacia el interior por excelencia. Su tarea nunca fue la de incrementar el bienestar del mundo sino asegurarse que los productores agrícolas de Europa se encontraran a salvo en ella.»

Podemos estar de acuerdo con Rieger en que la PAC no ha mejorado el nivel de vida del mundo. Pero se equivoca al pensar que los productores agrícolas se encuentran a salvo en Europa. La PAC ha bloqueado la agricultura europea y ha eliminado el incentivo empresarial del sector. El productor agrícola europeo ha mutado desde ser el eje central de una otrora fecunda industria agrícola a ser un simple engranaje impotente de la maquinaria política. La PAC ha sido la protagonista de la reducción de abastecimiento alimenticio, fomentando en el proceso una nueva era de escasez, irónicamente la supuesta razón que fue empleada para justificar la PAC en un primer momento.

XI
¿HA MEJORADO LA PAC DESPUÉS
DE TODAS LAS REFORMAS?

El lechero fue el único sector en experimentar una caída significativa en el nivel absoluto de gasto durante las reformas del 2003 (el «Chequeo de Salud» de Franz Fischler, revisión de mitad de periodo de las reformas de la Agenda 2000). Se estableció que las cuotas lecheras serían eliminadas para el año 2013. Según Zahrnt: «Las cuotas se usan para proteger los recursos naturales como el pescado pero no para generar rentas a los productores. ¿Por qué debería privilegiarse a los productores de leche sobre otros sectores tanto agrícolas como no agrícolas?» (Zahrnt, 2010). Sin embargo, en el año 2009, debido mayormente a la sobreproducción, los precios europeos de la leche para los productores eran a principios de año extremadamente bajos —menos de 20 céntimos de euro (0,29 dólares) por litro cuando dos años antes el precio se ubicaba en 40 céntimos. En lugar de reducir la producción para estabilizar los precios, la UE reintrodujo los subsidios a la leche para apoyar a los productores en el 2009. «Como consecuencia, la UE nuevamente se encuentra exportando leche a todo el mundo subdesarrollado, especialmente a África, a precios de dumping... al hacer esto, la UE está destruyendo el sustento de los granjeros en los países más pobres del mundo mientras mantiene artificialmente un nivel de producción muy alto» (Godoy, 2010).

Las políticas agrarias de la UE han incrementado los precios en un 12 por ciento en el año 2008, transfiriendo 36 mil millones de euros de los consumidores a los productores. Esto es particularmente dañino para las familias de bajos ingresos que gastan una proporción relativamente alta de los mismos en alimentos. Según Eurostat del 2010 la comida, la bebida y el tabaco constituyen aproximadamente el 25 por ciento de los gastos del último quintil de ingresos familiares de la UE, mientras que esta proporción representa solo un 15 por ciento del gasto para las familias del quintil superior (Eurostat, 2010). En consecuencia, los consumidores pobres están pagando una parte desproporcionada de la factura total.

La Unión Europea gasta cerca de 75 mil millones de dólares en subsidios a la agricultura aun cuando el sector representa solo el dos por ciento del PIB total de la unión. Recientemente se ha revelado que las subvenciones agrícolas crecieron hasta el 22 por ciento en el año 2009, desde el 21 por ciento del 2008 (OCDE, 2010). Cerca del 90 por ciento de la producción de la UE se encuentra protegida de algún modo por la PAC, con un 70 por ciento recibiendo subsidios a los precios.

También se ha destacado que la PAC es un factor que contribuye a la decadencia de la salud europea de los últimos años. El azúcar artificialmente barato utilizado como agente espesante así como endulzante en una amplia gama de alimentos y bebidas dulces y saladas ha llevado al incremento en el consumo y está contribuyendo a los crecientes niveles de sobrepeso y obesidad. Al subsidiar fuertemente la leche y la carne se aseguran que los alimentos con alto contenido de grasas saturadas sean comparativamente más accesibles para personas de bajos recursos de lo que serían en otras circunstancias. En contraste, las frutas y verduras, que reciben poco apoyo de la PAC son relativamente caras. Un alimento barato con alto contenido de grasas y azúcares y frutas y vegetales caros contribuyen a la pobreza alimenticia, es decir, a la incapacidad de pagar o tener acceso al tipo de alimento que constituye una dieta saludable. Esta desigualdad en la dieta predispone la desigualdad en las enfermedades relacionadas con la alimentación (las personas de bajos ingresos tienen tasas más altas de enfermedades coronarias, obesidad y diabetes). Un estudio lo resume muy bien:

En conclusión, este estudio indica que, desde su creación, los subsidios y las políticas de *set-aside* de la PAC pueden haber sido responsables de cientos de miles de muertes prematuras a lo largo de la Unión Europea. Es probable que las verdaderas cifras sean incluso mucho mayores que las conservadoras mencionadas más arriba. La reforma de las políticas actuales de la PAC desplegada en este informe podría, entonces, prevenir un gran número de muertes adicionales. (Birt, 2007).

XII ¿HAY ESPERANZAS PARA EL FUTURO?

La Unión Europea se enfrenta a una decadencia a largo plazo debida a la interacción de poblaciones envejecidas, sistemas de pensiones sin fondos, caída de la competitividad y sobreendeudamiento de los gobiernos. El porcentaje de comercio intereuropeo llegó a su pico máximo en 1992 y viene cayendo desde entonces (Open Europe, 2005). Los rígidos mercados laborales, los rígidos precios de los factores, la excesiva regulación, los elevados impuestos y una fuerza laboral en descenso están en marcado contraste con los bajos impuestos, las menores regulaciones, el auge del «baby boom» y el comercio abierto de la Europa de los años '50 y '60 que rápidamente alcanzó a los Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial. Como el Instituto Francés de Relaciones Internacionales escribiera en el año 2002: «La ampliación de la Unión Europea no será suficiente para garantizar la igualdad con los Estados Unidos. La Unión Europea tendrá cada vez menor peso en el proceso de globalización y es de esperar un lento pero inexorable movimiento hacia la irrelevancia total» (Institut Français des Relations Internationales, 2002).

El profundo clientelismo europeo siempre obstaculizará cualquier reforma real. Tras cincuenta años de propaganda, la verdad acerca de por qué la PAC continua existiendo ha sido mejor resumida por Pascal Lamy, el Comisionado Europeo francés, quien declaró: «La Unión Europea ha tomado deliberadamente la decisión de mantener a sus granjeros en la tierra, sean o no competitivos a nivel internacional... Si fuéramos totalmente competitivos, el empleo en el sector agrícola caería de 7 millones a solo un millón. Esto es políticamente inaceptable» (citado en Legum, 2002).

Y esta es la realidad. No existen motivos económicos o científicos o medioambientales o sociológicos para defender la PAC. Cuando todos los argumentos son analizados en profundidad, nos queda solo una pizca de verdad: la PAC existe solo para que algunas elites políticamente bien conectadas puedan enriquecerse a costa de todos los demás. La concentración de grupos especiales de interés deja indefensas a las dispersas y desorganizadas masas

frente a las grandes prerrogativas especiales que la UE ha garantizado de manera permanente.

Intelectualmente, la PAC está destrozada. Ha fracasado en todos sus objetivos. La única área en la que nominalmente ha tenido éxito ha sido en la elevación del ingreso de algunos pocos productores. Como hemos visto, la gran mayoría de los productores agrícolas ha sido, de hecho, expulsada de sus tierras. Cuando despejamos la pseudociencia y la falsa preocupación por el prójimo nos quedamos con una enorme factura a cargo de los contribuyentes que daña regresivamente a los pobres y que se dirige directamente a un puñado de productores ricos. Así es como la PAC ha actuado siempre, desde el comienzo.

Quisiera dejarles dos citas que podrán guiarnos en cuanto a lo que podemos esperar de la PAC en el futuro. Uno de estos puntos de vista será el vencedor, y la vida de muchos depende de cuál sea.

«Debemos inventar nuevos métodos de intervención... necesitamos protección para defender los productos nacionales y europeos de la competencia extranjera... Es tiempo de que nazca un verdadero patriotismo económico europeo.» Dominic de Villepin, Primer Ministro francés durante el período 2005/07.

En contraste, cuando Frédéric Bastiat, el caballero intelectual de la Francia liberal, condenó en 1850 a los tiranos de su época, habló en solidaridad con los pobres y marginados de su país. Él escribió:

Para robarle al público es necesario engañarle. Para engañarle se le debe persuadir de que se le está robando en su propio beneficio e inducirle a aceptar, a cambio de su propiedad, servicios que son ficticios o, a menudo, aun peores. Este es el propósito de la sofistería, sea tecnocrática, económica, política o monetaria... Cuando el saqueo se transforma en una forma de vida para un grupo de hombres que viven en sociedad, a través del tiempo crean para sí mismos un sistema legal que lo autorice y un código moral que lo glorifique. (Bastiat, 1845).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACKRILL, R., HINE, R.C., and RAYNER, A. (1998): «CAP reform and implications of Member States: budget and trade effects», in *The Reform of the Common Agricultural Policy*, A. Rayner and R.C. Hine. (eds.), Basingstoke: Macmillan, pp. 104-131.
- ACKRILL, R. (2005): «Common Agricultural Policy», in *Handbook of Public Administration and Policy in the European Union*, Peter van der Hoek (ed.), Boca Raton: CRC Press, pp. 435-487.
- (2008): «The CAP and its Reform: Half a Century of Change?» *EuroChoices*, 7 (2): 13-21.
- AHERN, B. (2005): «Taoiseach defends funding of the Common Agricultural Policy (CAP)», *Department of the Taoiseach*. September 9. http://www.taoiseach.gov.ie/eng/Government_Press_Office/Taoiseach's_Press_Releases_2005/Taoiseach_defends_funding_of_the_Common_Agricultural_Policy_CAP_.html.
- UK TAXPAYERS ALLIANCE (2009): *Food for Thought: How the Common Agricultural Policy Costs families over £400 a year*. The Taxpayers Alliance.
- BAGUS, P. (2010): *The Tragedy of the Euro*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute. En Español *La Tragedia del Euro*, Unión Editorial, Madrid, 2011.
- BARNIER, M. (2008): «How Europe should tackle the global food crisis», *Europe's World*, http://www.europesworld.org/NewEnglish/Home_old/Article/tabid/191/ArticleType/articleview/ArticleID/21209/language/en-US/Default.aspx
- BASTIAT, F. ([1845] 1996): *Economic Sophisms Parts One & Two*, (trans.) A. Goddard. Irvington-on-Hudson, NY: Foundation for Economic Education.
- BIRT, C. (2007): *A CAP on Health? The Impact of the Common Agricultural Policy on Public Health*, London: Faculty of Public Health.
- BOLIN, O. and SWEDENBORG, B. (1992): «Mat till EG-pris», *SNS Förlag*.
- BROOKS, J. (2003): «Agriculture: Why is it still so difficult to reform?» *OECD Observer*, <http://oecdobserver.org/news/>

- fullstory.php/aid/1177/Agriculture:_Why_is_it_still_so_difficult_to_reform_.html
- CAPLAN, B. (2007): *The Myth of the Rational Voter*, Princeton University Press.
- COLLINS, N.R. (1963): «Discussion: The European Common Market and Agriculture», *Journal of Farm Economics*, 45 (5): 993-996.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1998): «Proposals for Council regulations (EC) concerning reform of the common agricultural policy», EU.
- EUROPEAN COMMISSION (1997): «Towards a Common Agricultural and Rural Policy for Europe», The Report of an Expert Group, Brussels.
- (2007): *EU Budget*.
- CONWAY, G. (1998): *The doubly green revolution: food for all in the twenty-first century*. Ithaca: Comstock Publishing.
- COOPER, T., HART, K. and BALDOCK, D. (2009): *Provision of Public Goods through Agriculture in the European Union*. Institute for European Environmental Policy.
- COPPOCK, J.O. (1963): *The North Atlantic Policy-The Agricultural Gap*. New York: The Twentieth-Century Fund.
- CSAKI, C. (2008): «The CAP at Fifty», *EuroChoices Volume 7* (2): 4-5.
- DIRECTORATE-GENERALE FOR AGRICULTURE AND RURAL DEVELOPMENT (2008): *From 1980 to 2006: CAP expenditure - European Commission, DG Agriculture and Rural Development (Financial Reports)*. European Commission. 31
- ECIPE (2009): «A Common Agricultural Policy for European Public Goods», *European Centre for International Political Economy (ECIPE)*, <http://www.ecipe.org/archived-events/a-common-agricultural-policy-for-european-public-goods-declaration-by-a-group-of-leading-agricultural-economists>
- EU BUSINESS LTD. (2010): «EU to Put Cereal Stocks on Market by End of Year», September 27, <http://www.eubusiness.com/news-eu/farm-food.6ao>
- EUROPEAN COMMISSION (2008): «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the promotion of the use of energy from renewable sources» *EUR-Lex.europa.eu*. Jan 23, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0019:FIN:EN:HTML>

- (2010): «The EU's Common Agricultural Policy (CAP): on the move in a changing world How the EU's agriculture and development policies fit together», *European Commission Agriculture and Rural Development*.
- EUROSTAT (2010): *Eurostat Pocketbook: Key Figures on Europe*.
- FISCHLER, F. (2008): «Europe's CAP: Changes and Challenges», *EuroChoices* 7 (2): 22-27.
- FISCHLER, F. (2010): «Foreword from the Chairman Dr. Franz Fischler», Rise Foundation, November 24, http://www.risefoundation.eu/index.php?option=com_content&view=article&id=48&Itemid=64
- GODOY, J. (2010): «Farm Subsidies on Increase», *Asia Times*, August 10, http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/LH10Dj05.html
- HALL, B. (2008): *The Rising Cost of Food: Europe's CAP the «Answer» to Food Crisis*. April 27, http://www.ft.com/cms/s/0/939ee094-148d-11dd-a741-0000779fd2ac.html?nclick_check=1
- HARVEY, D. (1988): «Food Mountains and Famines: The Economics of Agricultural Policies», *Inaugural Lecture at the University of Newcastle upon Tyne*. Newcastle: Newcastle University, March 3.
- (2008): «Happy Birthday to The CAP» - Comment on the CAP's 50th Birthday', *EuroChoices* 7 (2): 54.
- HASHA, G. (1999): *The European Union's Common Agricultural Policy: Pressures for Change-An Overview*, United States Dept. of Agriculture, Economic Research Service.
- HAYEK, F. (1948): «The Use of Knowledge in Society», *The American Economic Review* 35: 519-30. 32
- (1989): *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*. Chicago: University of Chicago Press. En Español: *La Fatal Arrogancia, los Errores del Socialismo*, 3.^a ed., Unión Editorial, Madrid, 2010.
- HILL, B. (2008): «Using the Wye Group Handbook to develop EU statistics on the incomes of agricultural households», *Journal of Agricultural Economics* 59 (3): 387-420.
- HUERTA DE SOTO, J. (2010): *Socialism, Economic Calculation and Entrepreneurship*. Cheltenham, Inglaterra; Edward Elgar. En

- español, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, 4.^a ed., Unión Editorial, Madrid 2010.
- HUMAN DEVELOPMENT REPORTS (2005): *International cooperation at a crossroads: Aid, trade and security in an unequal world*. United Nations Development Program.
- INSTITUT FRANÇAIS DES RELATIONS INTERNATIONALES (2002): *World Trade in the 21st century*. Brussels: European Commission.
- JONGENEEL, R (2010): «European Dairy Policy in the Years to Come: Quota Abolition and Competitiveness», LEI Report.
- LEARN, E.W. (1963): «The Impact of European Integration on American Agriculture», *Journal of Farm Economics*, 45 (5): 983-991.
- LEGUM, M. (2002): *It doesn't have to be like this-Global economics a new way forward*. Glasgow: Wild goose Publications.
- LUDLOW, N.P. (2005): «The making of the CAP: Towards a historical analysis of the EU's first major common policy», *Contemporary European History*, 14 (3): 347-371.
- MISES, L. VON ([1949] 1998): *Human Action : A Treatise on Economics*, Auburn, AL : Ludwig von Mises Institute. En Español: *La Acción Humana*, 10.^a ed., Unión Editorial, Madrid, 2011.
- MITCHELL, D. (2008): *A Report on Rising food Prices*. World Bank.
- MORTISHED, C., and WEBSTER, P. (2008): France's Answer to Global Food Crisis is EU Protectionism', *Times Online*, April 15, <http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/europe/article3746899.ece>
- OECD (2003): «Agricultural Policies in OECD Countries: A Positive Reform Agenda», *OECD Observer*.
- (2010): «Agricultural Policies in OECD Countries at a Glance», OECD.
- OPEN EUROPE (2005): «Open Europe: Why the EU must reform to Survive», <http://www.openeurope.org.uk/research/factsheet.pdf>
- PAARLBERG, D., and PAARLBERG, P. (2000): *The Agricultural Revolution of the 20th Century*, Ames, Iowa State University Press.
- PAARLBERG, D. (1964): «Reviewed Works: North Atlantic Policy: The Agricultural Gap by John O. Coppock.» *The American Economic Review*, 54 (4): 508-510.
- PARSONS, C. (2003): «A Certain Idea of Europe», Cornell University Press. 33

- PEETERS, K. (2008): «A Competitive, Sustainable and Diverse Agriculture: A View of the CAP Beyond 2013», *EuroChoices* 9: 4-9.
- PETIT, M. (2008): «The CAP After Fifty Years: A Never-Ending Reform Process», *EuroChoices*, 7 (2): 55.
- PIRZIO-BIROLI, C. (2008): «An Insider's Perspective on the Political Economy of the Fischler Reforms», *Centre for European Policy Studies*, 102-114.
- POTONIK, J. (2010): «Can the CAP bring considerable benefits to our environment?» *3rd Forum for the Future of Agriculture - The Economics and Politics of Food Security vs. Climate Change*. Brussels.
- RABINOWICZ, E. (2004): «The Swedish Agricultural Policy Reform of 1990- A Window of Opportunity for Structural Change in Policy Preferences», *Adjusting to Domestic and International Agricultural Policy Reform in Industrial Countries*. Philadelphia: International Agricultural Trade Research Consortium.
- REUTERS (2010): «U.S. corn ethanol "was not a good policy"-Gore», Nov 22, <http://af.reuters.com/article/energyOilNews/idAFLDE6AL0YT20101122?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true>
- RIEGER, E. (2005): «Agricultural Policy: Constrained Reforms», in *Policy-Making in the European Union*, W. Wallace and M.A. Pollack (eds.), Oxford University Press, pp. 161-190.
- RODALE INSTITUTE (2002): *Farming without subsidies? Some lessons from New Zealand*. http://newfarm.rodaleinstitute.org/features/0303/newzealand_subsidies.shtml
- ROTHBARD, M.N. ([1963] 2004): *America's Great Depression*, Alabama, AL: Ludwig von Mises Institute.
- (1973): *For a New Liberty: The Libertarian Manifesto*, Collier Macmillan.
- (1982): *The Ethics of Liberty*, New Jersey: Humanities Press.
- RYAN, R. (2010): «Strong CAP needed to help farmers cope with regulations, says Walshe», *Irish Examiner*, July 21, <http://www.irishexaminer.com/business/kfcwojgbgboj/rss2/#ixzz15d4jtq53> (accessed 11 2010, 18)
- SAMUELSON, P.A. (1954): «The pure theory of public expenditure», *Review of Economics and Statistics*, 36 (4): 387-389.

- SCHUMPETER, J.A. (1942): *Capitalism, Socialism and Democracy*. London: Unwin.
- SPOERER, M. (2010): «Fortress Europe in long-term perspective: agricultural protection in the European Community, 1957-2003», *Journal of European Integration History*, (forthcoming).
- STEAD, D.R. (2008): «The Birth of the CAP», *EuroChoices*, 7 (2): 6-12.
- SWINNEN J. and GORTER, H. DE (2002): «On Government Credibility, Compensation, and Underinvestment in Public Research», *European Review of Agricultural Economics*, 29 (4): 501-22.
- THURSTON, J., MULVAD, N. and ALFTER, B. (2010): «Reaction to ECJ ruling», *Farm Subsidy*, November 9, <http://farmsubsidy.org/news/features/ecj-reaction/>
- TOEPFER INTERNATIONAL (2007): «Biofuels to keep global grain prices high», Reuters, July 30, <http://www.reuters.com/article/idUSL309054420070730> (accessed 2010)
- UNEP (2009): *Towards Sustainable Production and Use of Resources: Assessing Biofuels*. United Nations Environment Program.
- VAGLENOV, S. and BALABANOVA, T. (2010): «A Family Affair: Bulgarian farming minister distributes EU money among his family», *Farm Subsidy* September 16, <http://farmsubsidy.org/news/features/family-affair/>
- VILLEPIN, D. DE (2005): *L'Homme européen*. Plon.
- WALT, V. (2010): «Even in Hard Times, E.U. Farm Subsidies Roll On», *Time*, May 14, <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1989196,00.html#ixzz161g83cuA>
- ZAHRNT, V. (2010a): «Declaration on CAP Reform», *Euro Choices*, 9 (1): 57.
- (2010b): *Financing the Common Agricultural Policy: Which member states pay for the waste of public money?* European Centre for International Political Economy.
- ZOBBE, H. (2002): «The Economic and Historical Foundation of the Common Agricultural Policy in Europe». *Xth EAAE Congress Exploring Diversity in the European Agri-Food System*. Zaragoza, Spain: European Association of Agricultural Economists.

MONETARY POLICY AND THE TIME-DIMENSION OF FIRMS' FINANCING STRUCTURE

GUILLAUME VUILLEMEY*

Resumen: En este trabajo ofrecemos un esbozo de una teoría austriaca de las finanzas corporativas mediante el estudio de la estructura del pasivo de las empresas, tanto en un contexto de mercado libre puro, como de ciclo económico inducido por la política monetaria. Basándonos en recientes contribuciones sobre la estructura temporal de los ahorros, mostramos que los periodos de auge están caracterizados por un aumento del apalancamiento y mayores niveles de descalce de plazos de las empresas. Tales fragilidades deben corregirse durante las recesiones.

Palabras clave: Ciclo Económico, Finanzas Corporativas, Economía Austriaca.

Clasificación JEL: B53, E32, G30.

Abstract: We offer a sketch of an Austrian theory of corporate finance by studying the structure of firms' liabilities both on an unhampered market and through a monetary policy-induced business cycle. Building on recent contributions on the time-structure of savings, we show that booms are characterized by increased leverage and higher levels of maturity mismatches for firms. Such fragilities are to be corrected during busts.

Key words: Business Cycles, Corporate Finance, Austrian Economics.

JEL Classification: B53, E32, G30.

* 14 rue d'Issy, 92170 Vanves, France. For helpful comments, I am grateful to participants at the Austrian Research Seminar (Paris), especially Guido Hülsmann and Stephane Couvreur, and at the Mises Institute Fellows Seminar (Auburn), especially Joseph Salerno and David Sanz Bas.

I INTRODUCTION

The purpose of this article is to offer a sketch of an Austrian theory of corporate finance, with particular attention to the way firms' assets are financed. Following Mises (1912, 1949) and Hayek (1929, 1931), economists of the Austrian school focused mainly on the investment side of business cycles. Namely, lower interest rates induce malinvestments during booms. In line with the Austrian tradition, Rothbard (1962) argued that «the credit expansion reduces the market rate of interest» and that «a lower rate of interest on the market is a signal that more projects can be undertaken profitably» (p. 996). Then,

The banks' credit expansion had tampered with this indispensable «signal» —the interest rate— that tells businessmen how much savings are available and what length of projects will be profitable, (p. 997).

From a balance sheet point of view, this refers to assets whose present book value is greater than their future actual value (all projects undertaken will not be achieved profitably in the future). In an Austrian perspective, this phenomenon has been thoroughly studied. On the contrary, the other side of firms' balance sheets - equities and debt liabilities - has been more or less ignored. If we call *financing structure* the structure of a firm's equity and debt liabilities,¹ then a careful analysis shows that the quality of the financing structure also deteriorates during booms. Our purpose in this article is to describe the mechanisms at stake. Introducing the concept of «time dimension of the financing structure», we show that the overall maturity of firms' financing structure tends to decrease because of money creation, then to increase again with busts. Two mechanisms typically make firms more exposed to

¹ Outside of the Austrian literature, what we dub *financing structure* is commonly referred to as *capital structure*. We deliberately decide not to use this word, which refers to a different concept in the Austrian tradition (namely, the combination of heterogeneous capital goods along a structure of production).

uncertain events during booms: increased leverage and higher levels of maturity mismatches.

The increased leverage is implied by the canonical Austrian explanation of business cycles - if interest rates are artificially low, it should lead to increased business indebtedness, then to increased leverage. Our main contribution is to study not only the lower «interest rate» as if such a thing existed *per se*. On the contrary, we draw on the recent literature on yield curves and on the time-structure of savings (especially Bagus and Howden, 2010) to show that *ex nihilo* money creation tends to reduce the maturity of newly-issued debts. Along with higher leverage, this leads to unsustainable maturity mismatches that would not appear on an unhampered market, and which have to be corrected at some point.

In a first part, we give an outline of the relevant literature for our purpose. Then we expose the two major trade-offs that corporate finance faces (debt vs. equity, long-term vs. short-term debt) and show the entrepreneurial nature of the choices at stake. In a third part, we describe the financing structure of a firm on an unhampered market. In a fourth part, we show the effects of higher savings on firms' financing structures. In a fifth part, we introduce *ex nihilo* money creation and describe its effects on corporate finance. Then we give an overall description of balance sheet imbalances during the boom and bust cycle. We finally conclude briefly.

II RELEVANT LITERATURE

In an Austrian perspective, contributions on corporate finance *per se* are scarce. By corporate finance, we especially mean the way the assets of a firm are financed, either through equity or through debt liabilities.² Rothbard (1962) studies, from the point of view

² With such a definition, contributions such as Cwik (2008) on corporate finance are of little use for our purpose. Cwik focuses mainly on additional investments following an interest rate cut.

of the investor, the difference between investing in stock and lending money to a firm in the evenly rotating economy (ERE). He shows that there is essentially no difference, from an economic point of view, between a shareholder and a creditor. Nonetheless, the implications for the firm of those two means of financing are not discussed, neither in the ERE nor in a context of uncertainty with genuine entrepreneurs.

Turning to balance sheet changes in the course of the business cycle, Mises (1912) and Rothbard (1962) only show that, when money is created *ex nihilo*, firms are induced to take on more debt to finance new assets, which suggests an increase of firms' leverage during booms. No further description of changes in the financing structure of firms is provided.

In his writings on the stock market, Machlup (1940) approaches our subject-matter when he examines the view according to which fixed capital should be financed with long-term credit and working capital with short-term credit. Explaining that the distinction between fixed capital and working capital is blurry rather than clear-cut,³ Machlup shows that short-term credit is likely to finance at least partly what has to be seen as fixed capital from the point of view of the productive system as a whole. It is therefore likely to induce what we would nowadays call maturity mismatches⁴:

From the point of view of the economic system as a whole, short-term credits can rarely be regarded as short-term investments. The division of functions in the productive process may cause what is from a collective point of view a long-term investment to take on the appearance of a short-term investment from the private point of view, (p. 249).

³ Machlup advances three main reasons for this. First, the distinction may only be relevant at a given stage of production. Indeed, what is working capital at one stage may be transformed into fixed capital at a later stage. Secondly, working capital in remote producer's goods industries cannot be easily liquidated. It has to go through a time-consuming production process to be *in fine* liquidated as a consumer good. In this sense, an investment in working capital at some stages of production should be looked at in a long-term perspective. Thirdly, investment in working capital in consumers' goods industries are not isolated investments, so are likely to be linked with the processing of goods in earlier stages.

⁴ Machlup does not use the term.

We shall refer to Machlup's argumentation in a later section of the present paper. It will provide us with an indispensable building block of our reasoning.

Going back to the traditional expositions of the Austrian business cycle theory (among which the aforementioned contributions by Mises and Rothbard), the relative scarcity of contributions on corporate finance may be explained by the tendency to consider savings to be homogeneous, therefore the market for loanable funds and the interest rate⁵ to be unique. If one sticks to this view, then debt liabilities held by firms tend to be regarded, at least implicitly, as homogeneous. The only relevant parameters as far as the financing structure is concerned might then be the leverage (ratio of assets over equity) or the debt-over-equity ratio. Nevertheless, the picture changes as soon as one considers heterogeneous savings. It is then possible to consider several markets for loanable funds - depending on the maturity - and therefore heterogeneous debt liabilities in firms' balance sheets. Consequently, the most relevant contributions for our purpose are those developing the concept of a term-structure of savings, then exploring the yield curve instead of a supposedly unique interest rate (notably Bagus and Howden, 2010). In the following, this will allow us to study the mix of short-term and long-term debt in firms' balance sheets. According to this view, savings are not homogeneous - they differ with respect to their duration. Coordination between suppliers and demanders on the market for loanable funds then occurs not through one interest rate only, but through an upward-sloping yield curve:

Just as unhindered natural rate of interest allows for coordination between investment and consumption activities, unhindered interest rates for distinct durations allow for coordination between investment durations and the corresponding availability of savings. The structure of savings tends to match the structure of investments. (Bagus and Howden, 2010, p. 74).

⁵ In the article, what we simply call *interest rate* for convenience refers not to the pure interest rate (as understood, for instance, by Mises, 1949) but to the market interest rate, that is the rate at which monetary resources may be borrowed on the market for loanable funds.

In the remainder of this article, we explore the consequences of changes in the yield curve on firms' financing structure, both on an unhampered market and with *ex nihilo* money creation.

III TWO CORPORATE FINANCE TRADE-OFFS

To finance their assets, firms use two broad types of products, namely equity and debt (bonds or bank credit). Equity typically has no maturity. It is not supposed to be fully reimbursed at some *ex ante* given point in the future, but allows its holders to receive regular - usually yearly - payments, i.e. dividends. Debt titles, on the contrary, have an *ex ante* given maturity at which they are supposed to be fully reimbursed if no default occurred in the meantime. So structurally, debt is a shorter-term financing means as compared to equity, whatever its maturity.

As a combination of both equity and debt titles, the right-hand side of a balance sheet (usually labeled «Liabilities and Owner's Equity») has a time structure.⁶ It contains a certain percentage of maturity-dependent liabilities (i.e. debt titles), the remaining part being permanent titles (i.e. equity). Among the maturity-dependent titles, some of them are short-term debt liabilities, others long-term debt liabilities.⁷ While choosing how to fund assets (among which are investments), a firm faces at least two trade-offs.

— *A debt/equity trade-off.* Equity financing is safer, as it does not increase the leverage of a firm, but it can be costlier in two respects. First, it gives permanent claims on future profits to

⁶ In this article, we adopt the following accounting equation: Assets = Liabilities + Owner's Equity. This accounting equation is the one commonly used in the United States. In some European countries, owner's equity is included in a broader «liabilities» category.

⁷ In this article, «short-term» and «long-term» only exist as a verbal formalism, for the sake of simplicity. No conceptual difference makes short-term loans different from long-term loans. For our argumentation, the only fact that matters is that debt titles may have different maturities.

new equity owners, whereas lenders are entitled only to the agreed-upon principal of the debt title plus the interest rate. Moreover, equity financing dilutes the owners' ownership in the firm, whereas debt does not.⁸

- For debt liabilities, a *long-term/short-term maturity trade-off*. An entrepreneur chooses between short-term maturities expected to be rolled-over and longer maturities. To finance a given project, expected to be profitable at some given point in the future, long-term debt is typically more expensive but less uncertain (as the interest rate to be served is fixed over a longer time horizon), whereas short-term debt is typically less expensive but more uncertain.

The nature of these trade-offs implies a true entrepreneurial choice in a context of uncertainty, as defined by Knight (1921). By contrast to risk, uncertainty cannot be captured by a probability distribution, be it derived from statistical observation or abstract thinking. Business decisions are uncertain decisions which, according to Knight,

deal with situations which are far too unique, generally speaking, for any sort of statistical tabulation to have any value for guidance. The conception of an objectively measurable probability or chance is simply inapplicable.

The choice of a financing structure, including its proper time dimension, is one of those uncertain business decisions. It can be dealt with neither by pure probabilistic calculation nor logical reasoning, nor any ever-true principle; on the contrary, it requires a true entrepreneurial behavior.

When considering the debt/equity trade-off, the main uncertainty is related to future economic conditions. Indeed, the choice of a greater share of debt financing increases a firm's

⁸ Several other factors are to be considered for an entrepreneur facing such a choice: tax incentives favoring debt, legal requirements to create equities, etc. As we reason *ceteris paribus*, we do not consider them in this article. Our focus is only on the uncertainty attached to choices that have different costs.

leverage, and so makes it more sensitive to any degradation of the economic circumstances. Choosing a higher leverage may turn out to be profitable, leading to an increase of the profit per unit of capital invested (equity). It may also lead to serious losses or to bankruptcy if the value of assets turns out to be lower than previously expected.

With respect to the long-term/short-term maturity trade-off, the main uncertainty is future interest rates (i.e. future availability of real savings), which are not fully predictable *ex ante*. Looking at the yield curve when an investment is realized, short-term debt looks more profitable from an accounting point of view than long-term debt, if they are expected to be rolled-over at the same interest rate in the future. We call maturity mismatches the fact that assets expected to be profitable at some future date are financed by liabilities of shorter maturity. In the theoretical case where short-term loans could always be rolled-over at *ex ante* given conditions, maturity mismatching would always be profitable. But uncertainty regarding future interest rates makes this choice uncertain. Financing an asset with mismatched maturities can turn out to be profitable, if interest rates at maturity date have not increased over a certain level (or even decreased); it may as well turn out to be costlier than longer maturities, if the interest rate increase is sufficient enough.

Each of these trade-offs is fundamentally an uncertainty/profitability trade-off. *Ceteris paribus*, lower uncertainty is preferred. But in market conditions, bearing greater uncertainty may lead to greater profitability.

IV THE TIME DIMENSION OF THE FINANCING STRUCTURE ON AN UNHAMPERED MARKET: AN ENTREPRENEURIAL CHOICE

By nature, an entrepreneurial choice cannot be characterized *ex ante* as appropriate or not (with respect to the desired ends). *Ex post*, profits or losses appear, that reveal information on the appropriateness of the chosen means to achieve the considered

end (here, the durability and profitability of a firm). In our case, there are no *ex ante* ratios of debt over equity or of short-term debt over long-term debt one needs to stick to. Nevertheless, the choice of a financing structure is not a random decision. Information is elicited through at least two mechanisms.

First, there are to some extent learning processes. Even if there is no pure probability distribution to be derived from past cases, several «good practices» emerge on a free market. From historical experience, most entrepreneurs know that over a certain level of leverage, or a certain proportion of short-term debts, a firm becomes sensitive even to very slight changes in economic conditions. On the contrary, entrepreneurs know they can allow firms some indebtedness without exposing them to an excessive uncertainty.⁹ This «knowledge» is not comparable to any *a priori* or scientific knowledge. It is more akin to common wisdoms or rules of thumb which emerged through a historical and evolutionary process of selection, of trials and errors. They are typical of an entrepreneurial market process, where profitable innovations spread through imitation.

Second, the price system plays a major role. Indeed, entrepreneurs are not alone when choosing the structure of their liabilities. They need bankers to grant them loans or investors to buy equity and bonds. Based on their knowledge of the above-described «good practices» and on their own assessment of competing firms, bankers and investors act so as to maximize the *ex ante* subjective profitability of their funds. Investors arbitrate between equity and bonds, banks between short-term and long-term loans. Even those who look for high monetary profitability do not have a systematic interest in investing in too highly leveraged firms, or in firms which bear too high mismatches in their balance sheets. The confrontation of borrowing firms with lenders or investors on the markets for credit and for capital gives rise to a price system for different types of equity

⁹ In the everyday language, one would speak of excessive «risk-taking». We do not use this word purposefully. We want to distinguish clearly uncertainty from risk. An expression such as «uncertainty-taking» does not sound apt. We could also speak of «uncertainty exposure» by contrast with «risk exposure».

and debt titles. Interest rates paid by more leveraged firms, or by firms with higher proportions of maturity mismatches, will typically be higher. Interest rates will also adjust to the expected availability of future funds at different dates.

On an unhampered market, some market levels of leverage and of maturity mismatches will appear, which may differ through time (due to changes in time preference, then in the availability of funds at some future dates) or through sectors (some sectors may be more sensitive to downturns). Of course, nothing prevents individual entrepreneurs to depart from those average market rates, but they will soon be sanctioned by losses if their combination of equity and debt turns out to be unsustainable, either because it is too uncertain, or because profitability remains too low. On the contrary, if some of them are steadily successful, they will encourage other entrepreneurs to adjust their own combination of equity and debt. The average levels of leverage and maturity mismatches on the market will change, to reflect changes in some economic conditions (time preference, supply of loanable funds, etc.). Market competition here works as a «discovery procedure» in the Hayekian sense (Hayek, 1968).

The two mechanisms described here (entrepreneurship and «good practices» learning, prices) do not guarantee a successful course of action, even if they tend to decrease the overall occurrence of errors as compared to a situation in which all choices would be purely random. As errors are sanctioned by losses or bankruptcies and reflected through prices, an unhampered market system prevents collective and prolonged mistakes. Namely, such a market system would not prevent individual firms (or bankers, or investors) from underestimating the uncertainty of future conditions, from introducing unsustainable leverage into their balance sheets or from relying too much on short-term credit. But there is no reason why there would be collective and prolonged errors. The interest rates at different maturities reflect both the expectations on the future availability of funds at these dates and the demand for loans bearing those maturities. There is no systematic incentive to over-estimate the future availability of funds on the credit market.

V
AN INCREASE IN SAVINGS

How does the maturity structure of firms' balance sheets change with the relative costs of equity and debt? For our purpose, we especially need to study the case of lower market interest rates resulting from increased savings. Several cases have to be distinguished. As he regards savings as being essentially homogeneous, Rothbard (1962) considers only one general case, namely that «an increase in saving resulting from a fall in time preference leads to a fall in the interest rate» (p. 995). As a result, debt as a whole should become relatively cheaper than equity, therefore inducing entrepreneurs to substitute one for the other.

Nevertheless, this is only a rough description of the consequences of a savings increase. A first case is not mentioned by Rothbard. If new savings are invested in equities, then no fall in the market interest rate will systematically ensue.¹⁰ On the contrary, the cost of equity financing should decrease as a result of the greater availability of funds on the capital market. *Ceteris paribus*, entrepreneurs will have an incentive to resort to higher equity financing, therefore reducing the overall leverage.

Let's turn to the case where interest rates actually fall as a result of an increase in savings. If we consider the time-structure of savings, then Rothbard's claim has to be refined. Depending on the type of new savings,¹¹ several consequences may follow. As a first approximation, short-term savings will imply a fall of short-term interest rates, whereas long-term savings will imply a fall of long-term rates relative to short-term rates.¹²

¹⁰ There might still be a small decrease of the market interest rate due to arbitrage. If entrepreneurs resort to more equity financing, then the demand for credit might decrease, therefore exerting a downward pressure on market interest rates.

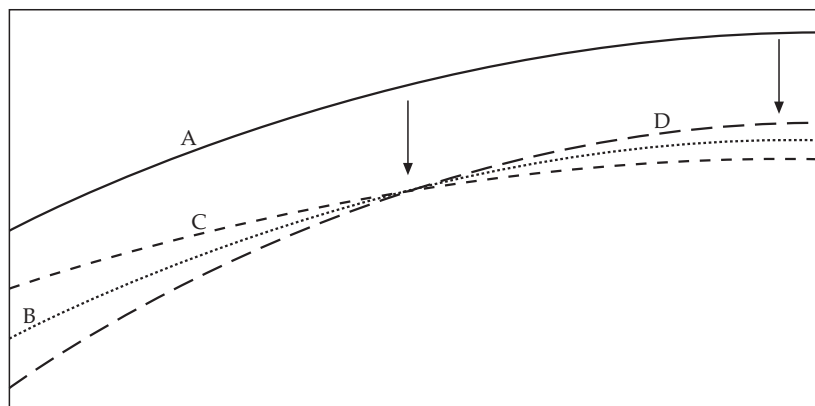
¹¹ A clarification has to be made on the «time-structure of savings». It exists mainly, or only, from the point of view of the borrowing firm. In fact, a saver buying long-term bonds does not necessarily provide long-term savings from his point of view, because such bonds can easily be liquidated before maturity on the secondary market. But for the borrowing firm, only the primary market matters : from its point of view, savings actually have a time-structure, as it matters a lot whether savers are willing to buy short-term or long-term bonds.

¹² This is an approximation. Phenomena such as maturity transformation by banks or arbitrage between maturities complicate the issue, but it is not our pur-

Such phenomena are represented on figure 1. Curve A represents the *ex ante* yield curve, before savings increase. B, C, and D represent the three possible outcomes of an increase in savings. B represents the case where the fall of interest rates is independent of maturities, i.e. when the additional savings are invested on the whole range of maturities. C represents the case where there are more long-term savings than short-term savings - the fall of long-term interest rates is more significant. Finally, D represents the case where short-term interest rates decline more than long-term rates because of increased short-term savings.

Depending on the changes of the yield curve, the incentives of entrepreneurs choosing the maturity structure of their liabilities will change. In case B, the relative cost of short-term debt over long-term debt does not change (by comparison with case A). In

FIGURE 1
ADJUSTMENTS OF THE YIELD CURVE
TO AN INCREASE IN SAVINGS



The horizontal axis represents maturities, expressed in time units (months, years). The vertical axis represents interest rates. In this and in other figures, yield curves are represented as continuous lines, or dashed lines, for the sake of simplicity. On actual markets, there only exists a set of discrete points for relevant maturities.

pose to enter such refinements in this article. Such areas remain open for future research.

cases C and D, long-term debt and short-term debt become respectively less costly as compared to one another. Through prices, entrepreneurship and imitation, we may expect firms' financing structure to adjust to changes in real economic variables. In the three cases, those adjustments, as well as fluctuations of the interest rates, reflect changes in real savings. By increasing the proportion of debt (and eventually, of short-term debts) in their balance sheets, firms do not systematically increase their exposure to uncertainty, as the increased indebtedness (or maturity mismatches) is backed by real savings.

VI

EX NIHILO MONEY CREATION

We now introduce monetary policy to analyze its effects on firms' balance sheets. Namely, we want to describe the consequences of *ex nihilo* money creation. As will appear later on, our primary focus is on money creation due to monetary policy (central banks manipulating interest rates).¹³ Following Mises (1912), Rothbard (1962) explains that «the credit expansion reduces the market rate of interest» (p. 996). To a first approximation, this is a logical implication of a more abundant money supply.

Nevertheless, one has to be careful. Following Hülsmann (1998), one has to take expectations into account and to distinguish between cases where the consequences of money creation are foreseen from cases where they are not.¹⁴ Indeed, for an entrepreneur, anticipating the consequences of inflation is not a problem distinct *per se* from other problems of anticipation. Thus,

¹³ Therefore, our focus is mainly on situations where central banks continuously create *ex nihilo* money titles (by contrast with one-shot money injections).

¹⁴ More precisely, in order to consider human action *per se*, one has to adopt an *essentialist* rather than a *consequentialist* view of error in human action. A *consequentialist* view sees errors as the consequence of preceding events (for example, money creation or any legislation), whereas an *essentialist* view takes error as a given, without attempting to deduce it from preceding events. For further details, see Hülsmann (1998).

The mere fact that the quantity of money changes does not prevent the entrepreneurs from judging correctly what influence it will exercise on market prices. Therefore an increased quantity of money does not imply that too low of an interest rate be established. (Hülsmann, 1998, p.4)

In such a case, where money creation does not entail a fall in the interest rate, the incentives faced by an entrepreneur remain the same: if interest rates do not decrease, there is no systematic incentive to take on more debt. Nonetheless, as demonstrated by Hülsmann (1998), government meddling with money through a series of interventions (protection of fractional-reserve banking, central banks' monetary policy) leaves room for recurrent clusters of errors, namely business cycles. If *ex nihilo* money creation is not perceived, or inadequately perceived, by market participants, then :

Inflation makes future selling prices higher than they otherwise would have been. Then more investment projects are begun than can ultimately be completed, for the quantity of factors of production has not increased. (Hülsmann, 1998, p. 15)

Market interest rates will be lower than what would prevail if no additional money titles had been created or if the effects of money creation had been properly anticipated. In the remaining part of the article, we focus on this case, which is the canonical situation studied in the Austrian theory of the business cycle. For our purpose, it is also the more interesting case, as the relative cost of debt and equity, from the point of view of the entrepreneur, changes.

Other things being kept equal, the reduced interest rate makes debt financing for firms relatively less costly than equity financing. Because of the altered interest rates, entrepreneurs are induced to think that savings are more abundant than they actually are. In their balance sheets, firms are then induced to substitute debt for equity, therefore increasing their leverage. As debt becomes proportionally more abundant, the proportion of firms' liabilities (which bear a maturity) increases with respect to permanent

financing means¹⁵ (i.e. equity). Such a fact can be interpreted as a first kind of «maturity mismatch», even so we depart from the traditional meaning of the word: assets which were previously financed through equity (which, we recall, bear no maturity) are now financed through maturity-bearing liabilities. Excessive leverage, in this perspective, can be understood as a form of maturity mismatch. By contrast with the case where low interest rates result from higher savings, the increased indebtedness of firms is not backed by any real future resources. Then the increased leverage due to money creation introduces a first kind of instability into firms' balance sheets.

But this is only one consequence of money creation. Here we need to refine the argument by going beyond Rothbard's argument (himself following Mises) on reduced interest rates. In fact, because he implicitly considers all savings to be homogeneous, Rothbard speaks of «the interest rate» as if there were only one such rate. In fact, it is worth looking not at «the interest rate» as if such a thing existed *per se*, but at the yield curve, i.e. at a series of interest rates at different future dates. Namely, there are several reasons why money creation does not affect all rates in a similar manner.

First, the main tool of monetary policy is intervention to set short-term interest rates, such as overnight rates. Typically, central banks borrow or lend money to commercial banks in theoretically unlimited quantities to ensure the targeted interbank market rate is sufficiently close to the target. To do so, they may create as much fiat money as necessary. Second, because the new fiat money offered to the banking sector is present money titles, it tends to give the illusion that more abundant savings are available in the very short-run (contrary to the case where a lower interest rate is due to increased savings, i.e. increased quantities of future goods). Money creation will then imply a fall of short-term interest rates, so a sharpening of the slope of the yield curve. This case is represented in figure 2.a.¹⁶

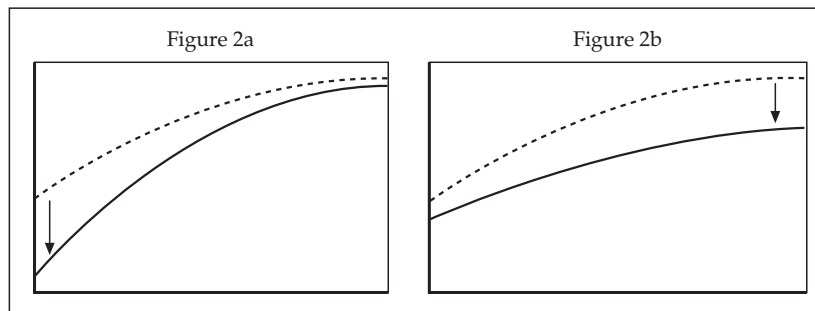
¹⁵ By *financing means*, we simply mean the right-hand side of a balance sheet (debt and owners' equity). The financing structure then refers to the time dimension of those means.

¹⁶ Even if monetary interventions on short-term rates have no direct impact on long-term interest rates, we represent on figure 2.a a small decrease of them, which is

At the other end of the yield curve, central banks can not directly cut long-term interest rates. Nonetheless, several so-called «non conventional» monetary policy interventions actually aim at lowering long-term interest rates (this occurs for example when central banks create fiat money to buy long-term debt titles - bonds - on the market), so that this case has to be mentioned. When such interventions are implemented, *ceteris paribus* the slope of the yield curve decreases, as displayed in figure 2.b.

We now focus more extensively on the most common case, that is monetary policy interventions aiming at lowering short-term interest rates (figure 2.a). Again, this is the canonical case studied in the Austrian literature on business cycles. Because of its heterogeneous effect on the yield curve, money creation makes short-term debt relatively less costly than long-term debt. Firms are then induced to substitute short-term debt for long-term debt. *Ceteris paribus*, the maturity of firms' debt will decrease as long as artificially low short-term interest rates are imposed by money creation. Such a phenomenon tends to introduce more maturity mismatches inside firms' balance sheet than what would prevail

FIGURES 2.A AND 2.B
POSSIBLE ADJUSTMENTS OF THE YIELD CURVE
BECAUSE OF MONEY CREATION



explainable by an arbitrage phenomenon. Namely, the increased demand for short-term loans may imply a slight decrease of the demand for loans of longer maturities. However, this effect is not obvious. For an extensive discussion on the issue, see Cwik (2004, 2005). Bernanke and Blinder (1992), for instance, contends that short-term interest rates move whereas long-term rates do not.

on an unhampered market. Contrary to the case where short-term debt becomes more attractive because of increased short-term savings, the greater availability of short-term resources is nothing but a mere illusion.

Nonetheless, a last step of the reasoning needs to be mentioned for the argumentation to be complete. For excessive maturity mismatches to actually exist as a result of money creation, one has to ensure that new short-term debt liabilities actually finance, at least partially, assets of longer maturity - which, for the sake of simplicity, we might call long-term investments. This is actually the case for two reasons. First, if entrepreneurs are induced to think that short-term savings are more abundant than they really are,¹⁷ then they are also induced to think that maturity mismatching is less uncertain than it actually is. Even if all new investments are not financed through short-term debt, there will be a tendency for entrepreneurs to choose a higher level of maturity mismatches as compared to the situation which prevails on an unhampered market. The second reason has been exposed by Machlup (1940). Namely, there is no certainty that credits designed to finance short-term investments do not actually finance assets that have to be regarded as long-term investments. The reasons for this to occur have been mentioned in footnote 3, in our literature review. We do not reproduce them here.

As a first conclusion, we observe that money creation alters the overall time-structure of firms' balance sheets, reducing their maturities. Because it renders debt as a whole relatively more attractive than equity, money creation gives incentives for firms to increase the leverage of their balance sheets. Among debt liabilities, it makes short-term debt more appealing than long-term debt, which gives an incentive to substitute one for the other, therefore increasing maturity mismatches during booms.¹⁸ Those two simultaneous phenomena are represented on figure 3.

¹⁷ This is the case as soon as market interest rates have actually decreased as a result of money creation. Indeed, a fall of interest rates in such a case means that money creation has not been adequately perceived or that its effects have not been properly anticipated.

¹⁸ Inside the proposed framework, it is easy to foresee the consequences of monetary policy interventions aiming at lowering long-term interest rates. Other things kept

FIGURE 3
BALANCE SHEET CHANGES FOLLOWING MONEY CREATION

Balance sheet on an unhampered market

Assets		Liabilities	
Assets	100	Short-term debt	25
		Long-term debt	25
		Equity	50

Balance sheet after money creation

Assets		Liabilities	
Assets	125	Short-term debt	50
		Long-term debt	25
		Equity	50

Figure 3 offers a simple example, graphical and numerical, of the balance sheet dynamics. First, it is noticeable that the balance sheet of the firm expands as a consequence of money creation (overall size of 125 *ex post*, as compared to 100 *ex ante*). This happens because new investments (i.e. assets) are financed as a consequence of money creation. New assets are exclusively financed by short-term debt (for an amount of 25). Straight-forward computations show that the leverage (expressed as the ratio of assets over equity) increases from 2 to 2.5. At the same time, the ratio of short-term debt over long-term debt increases from 1 to 2.

On an unhampered market, such adjustments in the structure of firms' liabilities were due to real changes in the economy (especially increased real savings) and to entrepreneurship. Errors were essentially individual errors, but there was no reason for collective and prolonged errors. This is no longer true here. If it is not properly identified, or if its consequences are inadequately anticipated, then money creation alters the yield curve that everybody faces. It gives investors and entrepreneurs the illusion that

equal, they will induce higher leverage and lower maturity mismatches, because the proportion of long-term debts relative to short-term debt is likely to increase.

more abundant goods are available at some future dates. There is room for massive and collective corporate finance errors (so-called «clusters of errors»), which will be corrected during busts.

VII BALANCE SHEET IMBALANCES AND THE BOOM/BUST CYCLE

Let us quickly insert those conclusions into the bigger framework of the trade cycle. The boom phase of a business cycle is characterized by malinvestments, as explained by Rothbard:

The distortion caused by credit expansion deceives businessmen into believing that more savings are available and causes them to malinvest - to invest in projects that will turn out to be unprofitable when consumers have a chance to reassert their true preferences, (p. 999).

From a balance sheet perspective, this refers to assets whose book value during the boom is higher than their future value. Our previous analysis has showed that the quality of the financing structure also deteriorates. Compared to the situation which prevails on an unhampered market, firms are then much more exposed to uncertainty (because of higher leverage and increased maturity mismatches).

The unsustainable leverage and maturity mismatches that appear with money creation have harmful consequences which - along with malinvestments - threaten the economic system as a whole. In fact, whereas lower interest rates would require higher savings to be sustainable, here they come along with lower savings - money creation gives incentives to over-consume. Then inevitably comes the bust. «The depression phase is actually the recovery phase», according to Rothbard (1962, p. 1000). Namely,

The depression is the next stage, during which malinvested businesses become bankrupt [...]. The liquidation of unsound businesses, the «idle capacity» of the malinvested plant, and the

«frictional» unemployment of original factors that must suddenly and *en masse* shift to lower stages of production - these are the chief hallmarks of the depression stage, (p. 1000).

The bust implies a reorganization of the assets of a firm - low quality assets are liquidated. A similar process takes place for liabilities. Namely, firms face increased difficulties to roll-over their debt, especially their short-term debt. Bad debts may be liquidated. Maturity mismatches and leverage are therefore reduced.

All other things being equal, the business cycle is also a balance sheet cycle. During the boom phase, when money is created *ex nihilo*, the ratio of equity over liabilities falls (leverage increases) and the ratio of short-term debt over the overall debt increases (maturity mismatches increase). The contrary takes place during the bust phase of the cycle. Then the leverage decreases (with the increasing ratio of equity over liabilities) and the maturity mismatches are corrected (with the increasing ratio of long-term debt over total debt). Balance sheet imbalances are therefore, at least partially, corrected.

VII CONCLUSION

Studying firms' balance sheets allows for a proper Austrian theory of corporate finance. Instead of studying «interest rate» as such, it is worth looking at the yield curve and at changes of its shape depending on monetary interventionism. Namely, we showed that money creation induces firms to bear unsustainable leverage and maturity mismatches on their balance sheets, therefore favoring an overall decrease of the maturity of their financing structure. Such a process occurs during the boom phase. The bust then matches a necessary adjustment (de-leveraging and reduction of maturity mismatches through the liquidation of bad debts). Such phenomena are fully consistent with the standard Austrian business cycle theory, whose focus in the past was essentially the asset side of balance sheets.

BIBLIOGRAPHICAL REFERENCES

- BAGUS, P., and HOWDEN, D. (2010): «The Term Structure of Savings, the Yield Curve, and Maturity Mismatching». *Quarterly Journal of Austrian economics*. Vol. 13, N.º 3, pp. 64-85.
- BERNANKE, B., and BLINDER, A. (1992): «The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission». *American Economic Review*, 82(4), pp. 901-921.
- CWIK, P. (2004): *An Investigation of Inverted Yield Curves and Economic Downturns*. PhD Dissertation. University of Alabama: Auburn.
- (2005): «The Inverted Yield Curve and the Economic Downturn». *New Perspectives on Political Economy*. Vol. 1. N.º 1: pp. 1-37.
- (2008): «Austrian Business Cycle Theory: A Corporate Finance Point of View». *Quarterly Journal of Austrian Economics* 11: 60-68.
- HAYEK, F.A. VON (1929): *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*. Gustav Fischer: Vienna.
- (1931): *Prices and production*. Routledge: London.
- (1968): *Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren*. Kieler Vorträge N.º 56.
- HÜLSMANN, J.G. (1998): «Towards a General Theory of Error Cycle». *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. Vol. 1, N.º 4: pp. 1-23.
- KNIGHT, F.H. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin Co., The Riverside Press: Boston and New York.
- MACHLUP, F. (1931): *The Stock Market, Credit and Capital Formation*. William Hodge and Company.
- MISES, L. VON (1912): *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*. Duncker and Humblot: Munich and Leipzig.
- (1949): *Human Action : A Treatise on Economics*. Yale University Press: New Haven.
- ROTHBARD, M. (1962): *Man, Economy, and State*. Van Nostrand Company: Princeton N.J.

UNA APROXIMACIÓN A LAS INTERVENCIONES DISCRECIONALES DEL ESTADO COMO FUENTE DE INESTABILIDAD FINANCIERA

ANTONIO PANCORBO DE RATO*

Resumen: Son muchas las voces que reclaman una revisión del diseño del sistema financiero actual, capaz de provocar una crisis mundial como la que ahora vivimos. Sin embargo, pocas de estas voces ven necesario que se revise el papel activo y discrecional del Estado para fomentar, salvaguardar y recobrar la estabilidad financiera. Este artículo pretende ser un contrapunto en este debate. Desde la hipótesis de que las actuaciones discrecionales del Estado son una causa endógena con capacidad para desorientar al sistema en su conjunto y provocar crisis sistémicas, el artículo apunta de forma introductoria el rediseño necesario de las principales instituciones monetarias y financieras (dinero, autoridades monetarias, modelo de negocio bancario, entre otras) que elimine dicha intervención discrecional. La actuación del Estado quedaría limitada a asegurar que las fuerzas dispersas del mercado actúen libre y responsablemente respetando la ley, la propiedad y los contratos. El artículo concluye con los posibles efectos que tendría dicho rediseño institucional para la estabilidad financiera. Desde esta primera aproximación, estos efectos serían beneficiosos lo que animan a continuar esta línea de investigación.

Palabras clave: Estabilidad Financiera, Intervención del Estado, Banca, Dinero.

Clasificación JEL: E42, E52, E58, G21.

* Doctor en Economía, actualmente desempeña sus funciones en el Fondo Monetario Internacional (www.imf.org), procedente del Banco de España (www.bde.es). Anteriormente fue miembro de la Secretaría del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (Banco de Pagos Internacionales, www.bis.org). Las opiniones que se expresan en este artículo son exclusivamente las del autor (apancorbo@imf.org)

Abstract: Many have called for the design of the present financial system—one capable of causing the global crisis currently assailing us—to be overhauled. Yet few feel that the State’s active and discretionary role needs to be changed so as to promote, safeguard and shore up financial stability. This article aims to act as a catalyst in this debate. On the assumption that State discretionary actions are an endogenous factor capable of upsetting the system as a whole and prompting systemic crises, the article makes a case for re-designing the main monetary and financial institutions (money, monetary authorities, banking business model, inter alia) to eliminate such discretionary intervention. State conduct would be confined to ensuring that diffuse market forces act freely and responsibly, observing the law, property rights and contracts. The article concludes with the potential effects this institutional redesign would have on financial stability. Tentatively, these effects would be beneficial, suggesting this avenue of research should be pursued.

Key words: Financial Stability, State Intervention, Banking, Money.

JEL Classification: E42, E52, E58, G21.

I

INTRODUCCIÓN: EL INTERÉS CRECIENTE DEL SECTOR PÚBLICO POR LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La estabilidad financiera es un prerrequisito para el crecimiento económico, por tanto, debería ser un objetivo para cualquier sociedad que quiera estar positivamente al servicio del ser humano. En efecto, la contribución crítica del sistema financiero a la promoción del «bien común»,¹ por sí, es un argumento suficiente para justificar el interés creciente del sector público por la estabilidad financiera. Sin embargo, fue la sucesión de crisis bancarias nacionales durante el tercer cuarto del siglo XX, y con impacto creciente en términos de coste fiscal, lo que despertó el interés de las autoridades nacionales y la comunidad financiera internacional por la estabilidad financiera. Este interés se vio reforzado

¹ Se entiende por «bien común» el conjunto de condiciones de la vida social y económica que hacen posible a las asociaciones y a cada uno de sus miembros el logro más pleno y más fácil de su propio bien individual.

con la ocurrencia de crisis bancarias en países emergentes, pero con efectos sobre el sistema financiero internacional, como las crisis de Latinoamérica de mediados de los 90 y, sobre todo, las crisis del sudeste asiático de finales de los 90. La actual crisis económica mundial, que se iniciase en el verano de 2007, ha sido sin duda el revulsivo determinante. La «arquitectura» del sistema financiero que surgió tras las crisis bancarias de los años 80 y 90, y que se concibió, precisamente, para evitar y contener futuras crisis de naturaleza sistémica, ha permitido, sin embargo, que tenga lugar con rapidez y virulencia el mayor colapso del sistema financiero internacional que jamás se haya visto, poniendo en serio peligro las posibilidades de crecimiento económico. A estos efectos sobre la economía, habría que añadir los altos costes políticos que suelen venir asociados a toda crisis financiera para entender por qué hoy los temas de estabilidad financiera son una prioridad en la agenda política internacional.

Frente al interés creciente por la estabilidad financiera y amplia dedicación de recursos por parte del sector público, llama la atención el escaso interés por parte del sector privado. Más aún teniendo en cuenta que es precisamente el sector privado quien más sufre las consecuencias de las situaciones de crisis financieras. Una posible explicación de este menor interés puede ser que la actuación del sector público para salvaguardar la estabilidad financiera se considera suficiente. Otra posible explicación, no excluyente de la anterior aunque más pernicioso, sería que el excesivo énfasis puesto por el sector público en salvaguardar la estabilidad financiera es aprovechado por el sector privado para tomar posiciones más arriesgadas y confiar en el rescate público (*gambling for the rescue*). Esto introduciría el debate sobre el riesgo moral (*moral hazard*) que ha sido frecuentemente mencionado en la actual crisis económica. Una última explicación, tampoco excluyente con las anteriores, sería que el sector privado ve los temas y las necesidades relacionadas con la estabilidad financiera de forma diferente atendiendo más a sus necesidades de mercado. En este sentido, no se puede decir que no haya interés por parte del sector privado, sino que el método de trabajo y enfoque de estudio es distinto al que sigue el sector público centrado en las funciones de las distintas instituciones públicas implicadas

en la salvaguarda de la estabilidad financiera (normalmente, el banco central, los supervisores prudenciales, los esquemas de garantías de depósitos y los ministerios de finanzas).

Por último, un argumento frecuente para justificar el interés creciente del sector público por la estabilidad financiera es considerarla un «bien público».² La idea de estabilidad financiera como bien público se refuerza aún más cuando se contemplan las «externalidades negativas» que se producen en situaciones de inestabilidad financiera, ya sea en los mercados o en las instituciones financieras individuales. También, la aparente falta de interés del sector privado por la estabilidad financiera vendría a reforzar su consideración como un bien público (Schinasi, 2006). Sin embargo, no debería ser doctrina pacífica concluir que, ya que la estabilidad financiera es un posible «bien público», esto justifique la intervención del Estado. Habría que responder primero a qué tipo de estabilidad financiera se pretende conseguir y cómo la puede conseguir el Estado. Como veremos a continuación, uno de los principales problemas es la imposibilidad de encontrar una definición consensuada de estabilidad financiera, por lo que se pretendería una intervención del Estado para producir un supuesto «bien público» que no se es capaz de precisar. La falta de una definición consensuada y operativa de estabilidad financiera también dificulta la labor de identificar qué tipo de intervención se espera del Estado. Prácticamente cabe todo tipo de intervención pública bajo un concepto, hoy ubicuo, de estabilidad financiera.

² Schinasi (2006) expone una buena argumentación desde el punto de vista de escuelas de pensamiento keynesiano, de por qué el dinero, las finanzas y la estabilidad financiera son bienes públicos. La teoría económica dominante entiende que un bien económico será un bien público (v.gr.: la defensa nacional), en contraposición con los bienes privados (v.gr.: los alimentos), si no hay rivalidad en su consumo, es decir, que el consumo por parte de un individuo no reduce la cantidad disponible para otros, y si es imposible evitar, por medios físicos o legales, que un tercero que no haya contribuido en sus costes de producción se pueda beneficiar de dicho bien.

II LA ESTABILIDAD FINANCIERA COMO OBJETIVO DE POLÍTICA PÚBLICA

1. ¿Qué se puede entender por «estabilidad financiera»?

La estabilidad financiera es el tema central de ininidad de artículos, seminarios, conferencias y trabajos, y, sin embargo, es un término que no cuenta con límites precisos. Tanto las autoridades públicas como el mundo académico han ofrecido una gran variedad de definiciones que van desde una definición estrecha de estabilidad financiera entendida como la ausencia de crisis, a una definición amplia que la consideraría como la capacidad de un sistema financiero para promover el desarrollo económico. Al hablar de estabilidad financiera siempre nos moveremos dentro de un concepto amplio y difuso, pero, por otra parte, esencial para el bien común de cualquier sociedad.

Intuitivamente, la estabilidad financiera es una situación en la cual las instituciones, mercados e infraestructuras del sistema financiero *funcionan como es debido*. Profundizando un poco más, el hecho diferenciador de una situación de estabilidad financiera frente a una de inestabilidad es que los agentes económicos tienen *confianza* en las instituciones, mercados e infraestructuras del sistema financiero. Esta idea de estabilidad financiera como situación de confianza, sin ser muy precisa, permite al menos orientar el debate e identificar ciertos *prerrequisitos* que sienten las bases para que esta confianza de los agentes en el sistema financiero se vea fortalecida:

- Un marco legal que dé seguridad jurídica a los contratos y los derechos de propiedad.
- Un marco institucional sólido y eficiente, tanto por parte de las instituciones públicas como privadas.
- Unas políticas económicas sanas, dirigidas a alcanzar estabilidad monetaria y disciplina fiscal.
- Un comportamiento de los agentes enraizado en sólidos fundamentos éticos.

- Unas autoridades financieras que gocen de reconocido prestigio y competencia profesional.

De hecho, periodos de relativa bonanza económica y financiera no garantizan que se esté en una situación de estabilidad financiera si llegados periodos de turbulencia y crisis financiera estos prerequisites se perdieran. Evaluar una situación de estabilidad financiera solo por síntomas externos, como indicadores de mercado, nos puede llevar a la «paradoja de la estabilidad financiera», según la cual un sistema financiero se puede mostrar estable, cuando es más vulnerable. La estabilidad financiera se debe determinar por la solidez de las bases sobre las que el sistema financiero está construido. De hecho, episodios de crisis en entidades individuales o altas volatilidades no son menoscabo para la estabilidad financiera, siempre y cuando las instituciones, mercados e infraestructuras del sistema financiero continúen funcionando como es debido, permitiendo una adecuada asignación y movilización de los recursos financieros.

2. La necesidad de una «definición operativa»

La ausencia de una definición precisa de estabilidad financiera, en principio, no sería un problema en sí. No todos los conceptos cuentan con una definición precisa con consecuencias prácticas. El amor, la libertad o la paz, entre otros muchos, cuentan con un grado de interpretación subjetiva que no les resta por ello ningún valor en el desarrollo del pensamiento. El problema de la indefinición del concepto de «estabilidad financiera» se deriva de constituir una finalidad de la intervención del Estado en la economía. Justificar la intervención del Estado sobre conceptos ambiguos puede ser causa de ineficiencia en su actuación o de una intromisión más allá de aquello para lo que el Estado está legitimado.

¿Es posible una definición operativa de estabilidad financiera sobre la que sea posible articular un objetivo de política pública? Si bien las definiciones que ofrecen las distintas autoridades públicas permiten delimitar una serie de expectativas sobre lo que se espera de un sistema financiero estable (que tenga capacidad

para asignar recursos, prestar servicios financieros de forma eficiente y ordenada, generar confianza, o absorber posibles acontecimientos adversos), estas definiciones no nos permiten justificar un alcance de la intervención del Estado en el sistema financiero que vaya más allá de asegurar la ley y el orden. Sin embargo, cualquier intervención que el Estado desee realizar en el sistema financiero está justificada en tanto no se cuente con una definición no operativa, con el riesgo que esto supone de una intervención demasiado fuerte que amenace la libertad, la iniciativa personal y la competencia.

Queda pendiente, por tanto, la tarea de elaborar una definición operativa de estabilidad financiera que pueda dar respuesta, entre otras, a las siguientes preguntas. ¿Cuál es el objetivo público de estabilidad financiera? ¿Es suficiente para alcanzar este objetivo la solvencia de las entidades individuales y el buen funcionamiento de las estructuras financieras? ¿Se puede alcanzar en todo o en parte este objetivo mediante incentivos de mercado y las actuaciones de las asociaciones profesionales? Aún así, ¿es conveniente la intervención del Estado? ¿Qué medidas de intervención pública serían las apropiadas?

III LAS ACTUACIONES DEL ESTADO PARA LA SALVAGUARDIA DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Los efectos crecientes de las crisis financieras sobre el conjunto de la economía la mayor recurrencia con que suceden y los costes políticos que llevan asociados, han motivado que los poderes públicos, de forma cada vez más intensa e intrusiva, busquen diseñar medidas públicas para mitigar o eliminar los efectos de las crisis financieras y reducir su ocurrencia. Estas actuaciones del Estado, lo que se ha venido en llamar las «redes de seguridad», incluyen, en primer lugar, la regulación y supervisión prudencial, como actuaciones preventivas encaminadas a establecer un marco de solidez en el sistema financiero y a la identificación temprana de aquellos riesgos que puedan ser causa de su mal funcionamiento.

Junto con estas actuaciones, la actuación del banco central como prestamista de última instancia y los fondos de garantía de depósitos buscan reforzar la confianza de los agentes económicos en el sistema financiero. Por último se encuentran los mecanismos de resolución de crisis bancarias para aquellas entidades que no son capaces de cumplir con las medidas prudenciales impuestas por los organismos públicos de control. Así, el sistema financiero, y en especial el sector bancario, son actividades económicas fuertemente intervenidas por el Estado. Entender lo contrario sería un error serio en la percepción de la realidad.

1. La regulación y supervisión prudencial

La teoría económica dominante justifica la supervisión y regulación prudencial fundamentalmente por el coste social de las externalidades que genera una crisis bancaria. La regulación financiera busca la identificación de «fallos de mercado» que dicha regulación vendrá a corregir.³ Con este fin, los poderes públicos ponen especial énfasis en diseñar regulaciones estrictas que aseguren la calidad de los activos, la situación de liquidez, las prácticas de gestión, la rentabilidad y la capitalización de las instituciones financieras. La supervisión prudencial busca hacer cumplir esta regulación con el fin de mitigar el riesgo sistémico y de proteger a los consumidores (depositantes).

La regulación y supervisión prudencial no se plantean, en principio, como garantías contra las crisis financieras. Si bien se entiende que una regulación y supervisión efectivas son factores

³ La teoría económica dominante entiende por «fallo de mercado» la situación que se produce cuando el suministro que hace el mercado de un bien o servicio no es eficiente, o éste produce externalidades negativas. La existencia de «fallos de mercado» justificaría la intervención del Estado para corregirlos, ya que se entiende que su actuación proactiva y coercitiva producirá resultados más eficientes que los que resultasen de los intercambios voluntarios en un régimen de libre mercado. Posiciones críticas con esta doctrina, por el contrario, entienden que es el propio mercado el que se perfecciona al detectar los fallos, identificar oportunidades de beneficio y, de este modo, encontrar en un proceso de prueba y error soluciones eficientes (ver, por ejemplo, Guillory, 2005).

importantes que ayudan a reducir la ocurrencia y los efectos de las mismas. El supervisor tratará de adelantarse e identificar aquellas prácticas incorrectas y situaciones insostenibles que dejadas al juego del libre mercado supondrían la quiebra de esas entidades, pero que, dada la naturaleza social e imprescindible del sistema financiero, tales quiebras no serían socialmente admisibles. Tanto es así que, en la práctica, se puede llegar a entender que la regulación y supervisión financiera han suplantado en buena parte a la disciplina de mercado. El mercado baja la guardia ante la presencia del supervisor. Pero también esta suplantación de las leyes del mercado ha aumentado la responsabilidad implícita del supervisor cuando fracasa a la hora de identificar y resolver situaciones de crisis, lo que ocasiona que una crisis financiera sea también una crisis para el propio supervisor.

2. El banco central como prestamista de última instancia

La doctrina tradicional asocia la función de prestamista de última instancia del banco central con la prevención y la mitigación de las crisis financieras. Se justifica la existencia del prestamista de última instancia por la necesidad de cubrir un «fallo de mercado» que hace que una entidad con un problema de liquidez, que no de solvencia, no pueda obtener en los mercados interbancarios la liquidez necesaria para atender sus obligaciones. El prestamista de última instancia permite a los bancos financiar a corto plazo, incluso con depósitos a la vista, inversiones a plazos más dilatados, y más rentables. La doctrina dominante entiende que esto debe ser así dada la «función social» de los bancos de intermediación en los plazos. De este modo, la operativa de los bancos goza del privilegio de acceso a la liquidez ilimitada del banco central como modo de proteger sus estructuras financieras inestables contra los pánicos bancarios.

En sus actuaciones como prestamistas de última instancia, es común que los bancos centrales se adecuen a la llamada «doctrina Bagehot» (Bagehot, 1873), según la cual el banco central en situaciones de falta de liquidez, y con el fin de no incurrir en coste fiscal recapitalizando entidades, solo debe actuar como prestamista

de forma ilimitada con entidades solventes, aplicando un tipo de interés penalizador y contra la aportación de garantías suficientes. Los problemas prácticos, sin embargo, surgen en el momento de definir qué es un banco solvente y qué son garantías suficientes. La actual crisis financiera mundial ha hecho necesario rebajar temporalmente los requisitos de la doctrina tradicional.

3. Los sistemas de garantía de depósitos

La mayor parte de los sistemas bancarios modernos cuentan con un sistema de garantía de depósitos. Los fondos de garantía de depósito (las instituciones públicas y en ocasiones privadas o de gestión mixta en que se materializan) se constituyen con el fin de garantizar una fracción o la totalidad de los depósitos en caso de la suspensión de pagos del banco. El objetivo último de los sistemas de garantía de depósitos es doble, por un lado, aseguran la confianza de los depositantes en el sistema bancario que eviten pánicos por anuncios o rumores sobre problemas de solvencia o liquidez en uno o más bancos. Por otro, rebajan sustancialmente las necesidades de evaluación de los bancos por parte de los depositantes garantizados, a quienes la doctrina dominante atribuye una capacidad muy escasa para determinar la confianza que les merecen las distintas instituciones bancarias.⁴

Los sistemas de garantía de depósitos, a diferencia de las funciones de prestamista de última instancia, aseguran contra la insolvencia de los bancos, no contra su iliquidez. Es precisamente la presencia de los problemas de riesgo moral lo que hace tan importante el diseño adecuado de los sistemas de garantía depósitos. La experiencia internacional demuestra que si bien un seguro de depósitos puede contribuir a la estabilidad financiera, un diseño deficiente en el que se materialicen los problemas de riesgo moral y selección adversa puede llevar a crisis sistémicas. También

⁴ Los fondos de garantía de depósitos también pueden tener como función y objetivo ser parte de la estructura institucional destinada a la reestructuración o el cierre de un banco insolvente de forma ordenada, estableciendo procedimientos explícitos para acceder a los recursos del fondo.

demuestra que los sistemas de garantía de depósitos cumplen sus funciones de estabilidad de forma eficiente en periodos de relativa normalidad del sistema bancario. En periodos de crisis sistémicas su capacidad se ve considerablemente mermada por los propios problemas de financiación de los fondos. Los gobiernos generalmente se ven obligados a cubrir las garantías y expandirla a la totalidad de los depósitos para evitar un pánico generalizado, lo que implica una nueva partida de coste fiscal para la salida de la crisis. Una vez que se está ante el riesgo de colapso generalizado del sistema bancario, la cuestión se convierte en un problema fiscal. Un fondo de garantía de depósitos difícilmente podrá cubrir los compromisos asumidos en un sistema bancario nacional. Su función es más bien tratar de desincentivar los pánicos bancarios antes que éstos sucedan.

4. Los procesos de intervención y resolución de bancos

Cuando un banco no es capaz de cumplir con los requerimientos de la regulación prudencial, las autoridades financieras toman las medidas necesarias para que la resolución de esta situación se efectúe de manera ordenada, procurando preservar el valor de los activos, la estabilidad de los depósitos y del sistema de pagos. Para estos casos, las autoridades financieras desarrollan unos mecanismos especiales de resolución de crisis bancarias que suelen incluir facultades para tomar el control y la administración del banco en crisis, antes incluso de que se produzca la insolvencia técnica, y poner en marcha un plan de reestructuración bancaria. Puede suceder que dada una situación de insolvencia bancaria, se decida liquidar el banco en lugar de rescatarlo. Sin embargo, según el estudio de Goodhart y Shoenmaker (1995), en la mayoría de los casos estudiados las autoridades financieras optaron por el rescate de los bancos. En estos casos, además del coste fiscal asociado con la medida, hay que tener en cuenta el riesgo moral que se introduce; así, se vuelve a reforzar la idea que comúnmente se atribuye a Walter Bagehot: «una ayuda hoy a un banco malo es la mejor manera de evitar el establecimiento de un banco bueno en el futuro».

El tratamiento de las resoluciones de crisis bancarias cuenta con una complejidad adicional para aquellos bancos que se entienda que tienen una importancia sistémica (que se consideren «too-big-to-fail» en la terminología anglosajona donde se acuñó este término). Estas entidades gozarían de una garantía adicional implícita por parte de los poderes públicos, garantía que también en cierto modo está descontada por los mercados financieros, por las agencias de calificación e incluso por los propios altos cargos de las entidades.

IV

NECESIDAD DE REVISAR EL PARADIGMA DOMINANTE

A pesar de todos los esfuerzos de los poderes públicos para salvaguardar la estabilidad financiera, el sistema financiero es cada vez más inestable. Nunca hasta ahora los gobiernos en economías de mercado habían tenido que tomar las medidas sin precedentes de apoyos de liquidez y estímulos fiscales que se han venido tomando desde el cuarto trimestre de 2008,⁵ pese a las situaciones verdaderamente dramáticas que se han vivido en el siglo XX en tiempos de paz. Voces destacadas piden la revisión del diseño actual del sistema financiero. Sin embargo, prácticamente todas estas voces no cuestionan las intervenciones del Estado para la salvaguarda de la estabilidad financiera que acabamos de ver, o incluso piden que se refuercen en el mismo sentido.

Las crisis financieras, como la actual crisis mundial, son, ante todo, un producto de la mala gestión de las entidades. Sin embargo, sorprende que prácticamente todas las entidades de crédito hayan cometido errores en la misma dirección y al mismo tiempo.

⁵ Sin ánimo de ser exhaustivo, estas medidas extraordinarias y sin precedentes se pueden resumir en el aumento de las garantías a los depósitos del público en las entidades bancarias; la concesión de avales o garantías públicas a las emisiones de deuda realizadas por los bancos; la capitalización de los bancos con fondos públicos; la adaptación de las normas contables de valoración para tener en cuenta las excepcionales circunstancias de incertidumbre en los mercados; y, finalmente, la puesta en marcha de paquetes de estímulo presupuestario y fiscal encaminados a reanimar la demanda agregada.

Esto indica que debe haber una causa endógena al propio sistema que las desorienta y las lleva a situaciones próximas al colapso. Las actuaciones discrecionales del Estado tienen el poder de desorientar o anular las leyes del mercado y que se lleven a cabo los ajustes necesarios. No sería, por tanto, infundado considerar las intervenciones discrecionales del Estado como ese elemento endógeno y desestabilizador del sistema financiero. En cualquier caso, un rediseño institucional que elimine las intervenciones discrecionales del Estado no podrá «eliminar» todo episodio de crisis, porque nunca se podrá eliminar el error empresarial y el error de apreciación que inducen a episodios de inestabilidad, incluso más allá de instituciones individuales. Sin embargo, el objetivo es mitigar su impacto y que lo que sea un proceso de crisis en una entidad sea una oportunidad de beneficio en otra de modo que se reduzca o se elimine el riesgo sistémico.

El debilitamiento de la estabilidad financiera por la intervención del Estado es una realidad que podría estar empezando a calar. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, en el «Financial Stability Report» de octubre de 2008 (Banco de Inglaterra, 2008), discute cómo las ayudas públicas implícitas y explícitas a los bancos, crecientes a lo largo del siglo XX, han hecho que el sistema financiero se haya ido debilitando, y que la combinación de un proceso de desregulación pero manteniendo las garantías del Estado, se encuentren entre las causas de la rapidez y virulencia con que la actual crisis financiera se ha desarrollado.⁶

Por otra parte, el marco institucional creado para su salvaguarda se demostró ineficaz, así como las instituciones establecidas con el fin de vigilar y promover la estabilidad financiera. Ante un fondo de garantía de depósitos, un supervisor que vigila, y un banco central que provee liquidez, ¿quién puede tener interés en la calidad de la gestión, la solvencia y la liquidez de las entidades?, ¿y quién se puede extrañar, entonces, del colapso financiero y económico que ha traído la actual crisis económica mundial?

⁶ The banking crisis and the unprecedented interventions by national and international authorities will affect both the structure of the financial system and the incentives within it. The full consequences will take time to emerge. But recent events have highlighted the need for a fundamental rethink internationally of the appropriate safeguards against systemic risk. (Banco de Inglaterra, 2008, p. 41).

Por último, habría que considerar que un fundamento conceptual para la revisión del paradigma dominante debía pretender la promoción, también en el sector financiero, de los principios del libre mercado, entendido como aquel sistema económico que reconoce la libre empresa, la prioridad de los acuerdos voluntarios, la propiedad privada y la total responsabilidad personal a la hora de asumir errores y aciertos. En un contexto de libre mercado, la intervención del Estado en el sistema financiero se debería limitar a asegurar la ley, los contratos, la propiedad privada y la estabilidad monetaria.

1. Necesidad de revisar los presupuestos metodológicos

La actual crisis económica mundial apunta al fracaso o a la insuficiencia del pensamiento económico dominante, pero también puede apuntar al fracaso o insuficiencia de los presupuestos metodológicos de la ciencia económica. Hay lagunas de conocimiento sobre los ciclos económicos y los fundamentos para alcanzar sistemas financieros sólidos, pero también plantea dudas sobre la efectividad de los aspectos metodológicos con los que cuenta en la actualidad la investigación científica en el campo de la economía para el estudio de la estabilidad financiera.

Apuntando algunos, puede que se esté otorgando excesivo valor a la capacidad analítica de los agregados perdiéndose las consideraciones individuales que suceden dentro de dichos agregados. La reflexión sobre la acción humana individual debería primar como el método más apropiado para estudiar y elaborar la teoría sobre los fenómenos económicos, optando por los agregados cuando las consideraciones individuales sean secundarias. Por otra parte, es un error metodológico asumir que toda información relativa a la acción humana pueda ser objetivamente presentable en agregados homogéneos, desestimando la naturaleza subjetiva de dicha información.

Íntimamente relacionado con el excesivo uso de agregados, se observa un abuso del lenguaje matemático con el objeto de dar una apariencia de homogeneización en la agregación de elementos que no son homogéneos. Si quitarle ningún mérito y utilidad

a la formulación matemática, el lenguaje verbal recoge los fundamentos de los fenómenos económicos con más precisión y riqueza que el lenguaje matemático. Por otra parte, el formulismo matemático supone de hecho un impedimento para el avance del pensamiento económico al limitar el propio pensamiento solo a aquellas variables o relaciones que son medibles (Hayek, 1974). Se termina por estudiar solo aquello que es medible, o se trata de medir todo aquello sobre lo que se quiere estudiar, aunque dichas mediciones carezcan de significado.

Así mismo, la investigación actual en temas de estabilidad financiera está excesivamente centrada en el análisis empírico. La realidad puede confirmar hipótesis pero, por sí, no demuestra nada. La realidad hay que saber interpretarla con un modelo teórico previo. Lo importante es que la teoría que explique la realidad pase la prueba de la consistencia lógica, aspecto que no es prioritario en el desarrollo de estudios empíricos. Esta es una deficiencia metodológica importante en particular hoy donde nuevos avances tecnológicos y el efecto de la globalización hacen más necesario aún el descubrimiento de un modelo teórico que dé seguridad sobre lo que es un sistema financieramente estable.

Unido al abuso del método empírico está la utilización de modelos matemáticos como el principal cuando no el único modo de ver la realidad. La modelización reduce el espíritu crítico ante la tendencia humana a extrapolar la situación actual y proyectarla en el futuro. Lo que suceda mañana en el campo de la economía no puede conocerse «científicamente» hoy, pues depende en gran parte de un conocimiento e información que se está generado empresarialmente en todo momento. Cualquier predicción económica solo es de naturaleza cualitativa y relativa a la previsión de los desajustes y efectos de descoordinación en el mercado.

V
HACIA UNA ELIMINACIÓN DE LAS INTERVENCIONES
DISCRECIONALES DEL ESTADO

El paradigma dominante entiende que el Estado debe posibilitar la existencia del llamado *coeficiente de caja* para que el sistema bancario pueda expandir el crédito tanto como sea preciso y, así, atender más proyectos de inversión de los que permitiría el ahorro disponible.⁷ Para evitar el colapso de una banca con encaje fraccionario, se debe contar con un esquema de garantía de depósitos y un prestamista de última instancia públicos que mantengan la confianza en un sistema bancario incapaz de atender los depósitos a la vista.⁸ También se espera del Estado que rescate las instituciones que se consideren sistémicas. Además, el Estado a través de los bancos centrales debe intervenir en los tipos de interés y en la creación de dinero mediante una política monetaria discrecional.

No se está en contra de todos estos elementos. En este artículo se busca un diseño que contribuya a formar un sistema financieramente estable, y para ello se reflexiona sobre un modelo en el que el Estado se abstrae de todo intento de actuación arbitraria y desestabilizadora sobre el sistema financiero, para limitarse a asegurar la existencia de las infraestructuras necesarias que garanticen el cumplimiento de la ley, los contratos y los principios generales del derecho. Cabe anticipar que la eliminación de la intervención discrecional del Estado supondría cambios radicales en el propio negocio del sector bancario, fomentando un

⁷ En general, el coeficiente de caja, también conocido como encaje bancario o coeficiente legal de reservas, es el porcentaje sobre los depósitos a la vista y sustitutos que un banco debe mantener en reservas líquidas (en la eurozona se rebajó del 2% al 1% en enero de 2012). El multiplicador bancario es el inverso del coeficiente de caja y expresa la capacidad de la banca para expandir el crédito sin necesidad de ahorro voluntario previo. También expresa la capacidad de la banca de aumentar la oferta monetaria en función de la base monetaria. Con un coeficiente de caja del 2%, la banca podría llegar a una expansión crediticia y de la oferta monetaria de 50 veces el importe de la base monetaria. En la práctica el efecto del multiplicador es más restringido.

⁸ Pese a este diseño del sistema financiero, la regulación prudencial a penas prestó atención al riesgo de liquidez.

tipo de negocio más estable por estar sujeto a unas leyes no distorsionadas de la economía y los principios generales del derecho, aunque menos rentable que el sistema bancario y financiero actual. Por lo que cabe también anticipar que un modelo de negocio bancario sin la actual intervención del Estado sería frontalmente opuesto por el poderoso e influyente sector bancario desde los campos de la política, los medios de comunicación y el mundo académico.

1. La creación de dinero sin la actuación discrecionalidad del Estado

El dinero es el bien económico con mayor capacidad para producir la coordinación o descoordinación social, ya que es el bien que normalmente se interpone en los intercambios en cualquier sociedad que haya superado el estado de trueque. Dada la importancia de la institución social del «dinero», una oferta monetaria estable y predecible es un elemento esencial para la estabilidad financiera.

El dinero no es algo que históricamente haya sido creado por los poderes públicos (lo mismo que los poderes públicos tampoco han creado el lenguaje o la cultura).⁹ Es una institución que se ha ido formando de forma espontánea de acuerdo con la experiencia milenaria de los intercambios. Por lo tanto, la eliminación de los poderes discrecionales del Estado sobre la creación del dinero no solo es posible, sino que sería el estado natural de las cosas. Los poderes coactivos del Estado quedarían restringidos a proteger de su envilecimiento el bien económico que se acepte como dinero. Una tarea que no es menor, ya que desde el abandono gradual del «patrón oro» a lo largo del siglo XX, la experiencia ha demostrado que la creación discrecional de dinero fiduciario por los bancos centrales ha sido intrínsecamente inflacionaria, cuando no hiperinflacionaria, dependiendo de la calidad moral de los

⁹ Ver Menger (1871 [1997]), Capítulo VIII. Noonan (1957) permite ampliar el debate sobre la naturaleza del dinero.

gobernantes.¹⁰ Esto difícilmente podría ser de otra forma, ya que al tener la posibilidad de crear dinero fiduciario de la nada, sin otra restricción objetiva que la conciencia, y sin tener que organizar expediciones arriesgadas para conseguir oro o explotar costosos y peligrosos yacimientos auríferos, sería exigir conductas heroicas a los gobernantes que teniendo el inmenso poder de crear dinero, lo ignoraran y no lo ejercieran. De hecho, hasta ahora ningún gobierno lo ha ignorado y todos lo han ejercido y, así, se constata como la inflación es una característica asociada a todas las economías con dinero fiduciario.

Si bien el dinero es un bien económico, no es ni un bien de consumo ni un bien de capital. Constituye en sí mismo una categoría distinta.¹¹ De aquí se desprende que *un incremento en la oferta monetaria no tiene ningún mayor valor social*, por no ser ni un bien de capital ni un bien de consumo. La simple creación de dinero no supone una creación de riqueza. Todo lo contrario, supone una reasignación de riqueza entre los diferentes individuos de la sociedad. Es decir, con la creación de dinero de la nada (como sucede con la falsificación de billetes) se benefician aquellos que primero reciben el dinero recién creado, ya que tienen una mayor capacidad comparativa para pujar por los recursos escasos de la economía, y se perjudica al resto con un valor más diluido para sus tenencias de efectivo.

Desde planteamientos no intervencionistas, la creación de dinero fiduciario compatible con la salvaguardia de la estabilidad financiera debería estar sujeta a reglas estrictas y predecibles, o adoptar como dinero algún bien económico, el papel que a lo largo de la historia desempeñaron el oro y la plata.

¹⁰ Ni siquiera los descubrimientos de oro en América y su masiva entrada en Castilla supusieron el mismo efecto inflacionario que la política monetaria llevada a cabo por el banco central más responsable en el manejo de la base monetaria con dinero fiduciario.

¹¹ Mises (1912) rebate la teoría de su maestro, Eugen von Böhm-Bawerk, que entendía que el dinero era un bien de capital. El argumento es evidente: en un proceso productivo, no cumplen la misma función el dinero que los bienes de capital auténticos.

2. Función restringida de los bancos centrales

Aceptando que la creación de dinero esté sujeta a reglas estrictas y no discrecionales, la función de los bancos centrales sería asegurar la estabilidad monetaria (una estabilidad de la oferta monetaria similar a la que ofrecería el patrón oro) y proteger contra el envilecimiento aquel bien económico que haga la función de dinero. Junto a esta función de procurar y proteger la estabilidad de la oferta monetaria, los bancos centrales podrían seguir actuando como banco de bancos, banquero del Estado, y supervisión bancaria, pero se eliminarían sus funciones discrecionales sobre la creación de dinero: política monetaria y prestamista de última instancia.

Desde planteamientos no intervencionistas, los bancos centrales no podrían aumentar la base monetaria a su discreción, por lo que deberían abstenerse de tratar de controlar los tipos de interés de mercado. Dicho control, a través de las decisiones de política monetaria y operaciones de mercado abierto, se verían desde su naturaleza desestabilizadora al interferir en los intercambios voluntarios entre prestamistas y prestatarios a los que no les permite descubrir libremente la tasa de interés natural de equilibrio (Wicksell, 1966). La razón de ser de esta práctica intervencionista por parte de los bancos centrales se justifica con el fin de mantener una inflación de precios baja y estable, cuando precisamente la inflación de precios (además de las expectativas de inflación y de la demanda de dinero) es una consecuencia de los aumentos de la base monetaria.

Como sucede con todo precio intervenido, establecer precios por debajo de lo que sería su nivel natural de mercado provoca escasez al sobreestimar la demanda. En el caso del tipo de interés, una política monetaria acomodaticia tiende a generar una sobredemanda de crédito, que en el caso del diseño actual del sistema financiero y monetario puede ser atendida por la capacidad de crear crédito y dinero bancario que suplan la falta de oferta de ahorro real. Si para la articulación y progreso de una sociedad es necesario disponer de precios libres de mercado, esto debe ser más importante si cabe en el tipo de interés, el precio clave que articula la economía y los cálculos del coste de capital.

Otra función con potencial desestabilizador de los bancos centrales es su función de prestamista de última instancia,¹² que dejaría de ser necesaria en la medida en que se implantara un coeficiente de caja del 100%, como se discute más adelante. De hecho, la función de prestamista de última instancia aparece para posibilitar el ejercicio de la banca con reserva fraccionaria y es posible en la medida en que los bancos centrales tienen la capacidad de crear ilimitadamente dinero fiduciario. Para algunos la función de prestamista de última instancia fue en sí el motivo de la creación de los bancos centrales (Rothbard, 1966).

Se justifica que la intermediación en los plazos es precisamente la función del sistema bancario. Esto es posible siempre que haya un fondo de garantía de depósitos que tranquilice a los depositantes y un prestamista de última instancia que, en casos de necesidad pueda acudir a solucionar situaciones financieramente inestables. Pero en una situación de libre mercado, sin la intervención de las autoridades monetarias, la llamada «intermediación en los plazos» no sería posible llevarla a cabo sobre los balances bancarios.

3. El negocio bancario sin privilegios del Estado

Los bancos, en sus actividades de intermediación especializada en el crédito, de custodia de efectivo y gestión de tesorería, son imprescindibles para el desarrollo económico. Sin embargo, la actual crisis financiera ha sido testigo de cómo el diseño actual del sector bancario fuertemente intervenido y protegido por el Estado ha puesto a los pies de los caballos a la economía en su conjunto. Por otra parte, en un entorno económico general de economía de mercado, no debería resultar admisible que el sector

¹² Existe la discusión sobre si la función de prestamista de última instancia puede ser ejercida por el mercado. Según esta opinión, el resto de participantes en los mercados monetarios e interbancarios estarían tan bien informados, sino mejor, de la condición de solvencia del resto de partícipes, por lo que están en una situación mejor para prestar solo a entidades ilíquidas, pero que demuestren ser solventes. Entidades potencialmente insolventes, de este modo, serían expulsadas del sistema bancario.

bancario contase con semejante apoyo y protección del Estado para poder operar.

La eliminación de la protección estatal implicaría los siguientes cambios en el negocio bancario que supondrían la eliminación de sus características más inestables, ya que ante mensajes plenamente creíbles de ausencia de protección del negocio bancario por el Estado, el mercado solo toleraría aquellos negocios estables y de riesgo bajo:

- Se eliminaría la banca con reserva fraccionaria, ya que los depositantes solo acudirían a aquellas entidades que demuestren plena capacidad para devolverles sus depósitos, incluso en situaciones de pánico.
- Como consecuencia, también se eliminaría la capacidad de la banca para crear sustitutos de dinero a través de la expansión crediticia, e igualmente, contraer la oferta monetaria cuando estos sustitutos de dinero se destruyan. Esto ajustaría el crédito bancario al ahorro real de la economía y reduciría significativamente los ciclos económicos (Mises, 1949; Huerta de Soto, 2009).
- Se eliminaría la propensión de la banca a invertir en operaciones de activo a largo plazo financiadas a corto plazo. Sin la protección estatal, los bancos deberían mostrar una estructura equilibrada de plazos para poder acceder a la financiación del mercado.
- Se eliminaría la propensión de la banca a mezclar los negocios de custodia de depósitos y gestión de tesorería con los negocios de riesgo crediticio y otros negocios de riesgo bancario. El mercado, sin la protección del Estado, rechazaría a aquellos custodios que expusiesen sus depósitos.
- Se eliminaría la doctrina de los así llamados bancos «too big to fail».

Habría que analizar si estas modificaciones en el negocio bancario son factores que refuerzan o debilitan la estabilidad financiera y la función de la banca en la economía. En cualquier caso, este modelo de negocio bancario sería frontalmente opuesto por los poderosos e influyentes lobbies bancarios, a quienes la

situación de inestabilidad del sistema bancario actual no es algo ajeno o que les tomase por sorpresa. Como indicó Chuck Prince, ex-presidente y CEO de Citigroup, antes del estallido de la burbuja en el mercado de hipotecas sub-prime (Financial Times, 10 de julio de 2007)¹³: «*When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing*». Entienden bien que el negocio bancario es intrínsecamente inestable, pero es tan conveniente a sus intereses que no lo abandonarán sin lucha.

Por último, toda institución de crédito, para que sea considerada como tal, ha de poner la seguridad de sus depósitos como su primera prioridad deontológica. Esta certeza se debilita en tiempos de crisis, y una pregunta que puede aflorar en la sociedad, en esos mismos tiempos de crisis, es para qué y a quién sirven los bancos (accionistas, depositantes, acreedores, prestatarios). Cuando la respuesta no es una clara orientación a la seguridad de sus depósitos, la misma concepción del negocio bancario falla.

VI LA INSTITUCIÓN DE LA BANCA CON RESERVA FRACCIONARIA

Un estudio más detenido merece la práctica de la banca con reserva fraccionaria por su impacto en la estabilidad financiera. Como vimos, una banca con reserva fraccionaria es posible por la cobertura legal que ofrece el coeficiente de caja, se ha visto enormemente favorecida por la existencia de dinero fiduciario que se puede crear de la nada a voluntad de las autoridades monetarias, y ha encontrado su posibilidad operativa gracias al apoyo implícito de las autoridades monetarias de esta práctica mediante su función de prestamista de última instancia. Con el tiempo, el encaje legal se ha ido reduciendo y en la actualidad la reducción trata de alcanzar un encaje legal mínimo que sea, en la práctica, el

¹³ Chuck Prince presentó su dimisión el 4 de noviembre de 2007, justo antes de que se iniciase el colapso de Citigroup. La prensa de entonces indicó que se retiró con una paga en torno a los 38 millones de dólares estadounidenses.

encaje técnico que los bancos mantendrían de todas formas para hacer frente a su operativa en efectivo. En estas circunstancias, la expansión del crédito bancario no encuentra más límites que el propio coste de la financiación y los requerimientos regulatorios de capital de los bancos.

Una banca que operase sin reserva fraccionaria, por la exigencia del cumplimiento de los contratos de depósito, y que por tanto eliminase las posibilidades de la banca para sobre-apalancar la economía sería, sin duda, un elemento que colaboraría a salvaguardar la estabilidad financiera. Es cada vez más una doctrina aceptada internacionalmente a medida que avanza el estudio de la actual crisis financiera, que la causa de los ciclos económicos se encuentra, precisamente, en la expansión desmesurada del crédito bancario. Falta concluir en estos estudios que esto es posible e incluso se exacerba por la práctica de la banca con reserva fraccionaria. Por otra parte, es una obviedad que la banca con reserva fraccionaria es financieramente inestable, dado el riesgo real de una retirada masiva de los depósitos a la vista, cómo sucedió de forma global y sistémica durante los meses de septiembre y octubre de 2008. Confianza en los bancos que solo se pudo recobrar con la garantía por parte de los gobiernos de la práctica totalidad de los depósitos bancarios.

La práctica de la reserva fraccionaria también se puede ver como una vulneración legal de los derechos de propiedad promovida por el Estado de «la institución del depósito» del derecho romano (Huerta de Soto, 2009). En principio, los depósitos irregulares de dinero que reciben las entidades de crédito y que son exigibles a la vista, deberían mantenerse íntegramente a disposición de los depositantes, salvo que se pactara lo contrario.

El ejercicio de la banca sin reserva fraccionaria no es una contribución novedosa. Es, por el contrario, la forma en la que originariamente se entendió un ejercicio honesto del negocio bancario. Fueron las presiones a través de los siglos de banqueros y gobernantes, ante las posibilidades de mayor lucro y disponibilidad de recursos, las que han ido creando las bases operativas, legales e intelectuales que lo justifican y posibilitan, y que, por último, forzaron el abandono del patrón oro. Históricamente siempre ha habido una tendencia fuerte a vulnerar el derecho de propiedad

de los depositantes sobre sus depósitos bancarios. Por una parte, los gobiernos responsables de la aplicación de la ley han visto en esta práctica una posibilidad de financiar sus gastos públicos sin la necesidad de tener que tomar medidas impopulares y recaudar nuevos impuestos. Por otro, los banqueros han visto en esta práctica un modo de obtener mayores ingresos. Desde que hay memoria de la existencia de bancos, los banqueros han encontrado tentador prestar el dinero que han recibido en depósito.

Se argumenta a favor de la práctica de la banca con reserva fraccionaria que permite a los bancos retribuir depósitos a la vista, que de lo contrario devengarían comisiones de custodia y gestión de tesorería. Habría que discernir qué resulta más oneroso si pagar comisiones por la gestión y custodia de los depósitos a la vista, o soportar los costes de la inflación y las recesiones económicas. Este es un tema de educación financiera de la población en general.¹⁴ También se argumenta que sin la reserva fraccionaria los bancos serían menos rentables. Esto efectivamente es así, pero quizá hay margen para reducir la rentabilidad con el objetivo de conseguir un sistema bancario sólido, estable y coherente. De hecho, la rentabilidad de la banca y las retribuciones a sus directivos son tan altas que durante estos últimos años las mentes más brillantes de las universidades siempre que han podido han preferido ser contratadas por instituciones de crédito y desempeñar allí sus funciones, que emplearse en otras actividades que fuesen socialmente más provechosas.

Por último, se justifica la práctica de la banca con reserva fraccionaria por la mayor eficiencia económica que supone la expansión del crédito bancario por encima del ahorro disponible. Gracias a esta expansión crediticia la humanidad ha podido avanzar en el último siglo como no lo había hecho antes. Se atribuye el éxito del progreso al crédito bancario y no a las mentes

¹⁴ Una reforma que contribuya a salvaguardar la estabilidad financiera ha de considerar también una sólida formación financiera de los ciudadanos. Es parte del deber de los organismos públicos y privados fomentar la formación de la sociedad en temas de finanzas y economía sobre la base de la realidad humana y el conocimiento de sus deberes y responsabilidades. Es también el deber de la ciudadanía entender los procesos de libre mercado para el crecimiento y la eficiencia económica.

que hicieron posible este progreso. Habría que pensar si este mayor progreso económico no es fruto, más bien, del aumento de la población con formación y no tanto del crédito bancario inducido. Por otra parte, esta argumentación cae de nuevo en el error de confundir dinero con riqueza y no tiene en cuenta el coste de los ciclos económicos generados por una expansión desmesurada del crédito bancario.

VII LA BANCA LIBRE

La «banca libre», el sistema bancario sin banco central en el que la emisión y depósitos de dinero están a cargo de bancos privados, es una línea de investigación que adquirió en los trabajos de Hayek (1978) una particular atención, aunque sobre propuestas ampliamente discutidas. La banca libre es un sistema monetario que hoy se desconoce en la práctica, a pesar de que siglos atrás era ampliamente seguido en casi todos los países cuando estaba vigente el patrón oro. Los beneficios que se obtenían del señoreaje de emisión indujeron a los Estados a crear sus propios bancos a los que de forma paulatina se les otorgó el monopolio de la emisión, o se otorgaron estos privilegios especiales de emisión a algún banco comercial privado.

El debate surge sobre la posibilidad práctica y teórica de una banca libre con reserva fraccionaria. Mises, desde el inicio (Mises, 1912), ya introdujo la idea de que una banca libre exigía un coeficiente de caja del 100%. Sin embargo, algunos economistas han propuesto una banca libre con reserva fraccionaria (Lawrence White, Goerge Selgin, o Stephen Horwitz). El ejercicio de la banca con reserva fraccionaria, se considere libre o no, conduce a la necesidad de un banco central y a la intervención del Estado en el sistema financiero, es inflacionista y generadora de ciclos económicos (Huerta de Soto, 2009).¹⁵ Por otra parte, una banca con

¹⁵ Ver , Capítulo VIII: «Podemos, por tanto, concluir que ... la discusión teórica y práctica debe plantearse no en los términos tradicionales [entre “escuela bancaria”, defensora del banco central, y “escuela monetaria”, defensora de la banca libre] , sino entre

encaje fraccionario, sin el respaldo de un banco central, está llamada a desaparecer, ya que el propio mercado eliminará aquellos bancos que no tengan una cobertura plena de sus depósitos.

VIII LA REGULACIÓN DE LAS INSTITUCIONES PRIVADAS DE CRÉDITO

En cuanto a la regulación de las instituciones privadas de crédito en un entorno sin actuaciones discrecionales del Estado, una sola norma sería básica y necesaria, y que ni siquiera tiene que ser parte de una regulación bancaria: la prohibición *de la práctica de banca con reserva fraccionaria sobre aquello que el mercado haya decidido utilizar como dinero*, salvo que haya acuerdo expreso en contrario. Esta norma induciría de manera natural a los bancos a tener casados los vencimientos de activos y pasivos. La ausencia de prestamista de última instancia y de garantías públicas de los depósitos, así como la posibilidad de quiebras bancarias sin rescate estatal, crearían los incentivos correctos que fomentasen la solvencia bancaria a través de la disciplina de mercado. Con una norma que prohibiese la práctica de la banca con reserva fraccionaria en un entorno de ausencias de garantías públicas, el resto de posibles problemas que amenazan la estabilidad financiera también quedarían resueltos, es decir, el riesgo sistémico por el colapso de los sistemas de pagos, el riesgo moral de los ahorradores, el riesgo de información asimétrica en el riesgo de contraparte, y los esquemas de incentivos a directivos.

El supervisor prudencial debería contar con autoridad y una sólida reputación profesional, sin poderes discrecionales, y centrado en la seguridad jurídica del negocio bancario y el cumplimiento de los contratos. En particular, su función sería velar

dos sistemas radicalmente distintos, a saber: o bien un sistema de banca libre sometida a los principios tradicionales del derecho (coeficiente de caja del 100 por cien) ...; o bien un sistema que permita el ejercicio de la banca con reserva fraccionaria y del que, de manera inevitable, habrá de surgir un banco central prestamista de última instancia y controlador de todo el sistema financiero».

para que los bancos dispongan de lo que deben mantener disponible a la vista. Esto no quiere decir que vaya a ser una tarea fácil de lograr, sino una actividad extremadamente compleja en un entorno de creciente innovación financiera y tecnológica. El ingenio humano alcanzará límites impensables para tratar de saltarse esta norma y lucrarse como ha sido la constante histórica con los fondos depositados para su custodia. La ingeniería financiera ha demostrado en las últimas décadas hasta qué punto la creatividad de la banca será todo un reto para la labor del supervisor. Así mismo, el supervisor debería velar por que la información que los bancos suministren al mercado sea veraz, limitándose a establecer los controles necesarios para que se dé la correcta valoración de activos y el reconocimiento de beneficios y pérdidas, de acuerdo con unos principios de contabilidad generalmente aceptados.

Como vimos, la doctrina dominante entiende que la regulación financiera se debe fundar en la identificación explícita de «fallos de mercado» que dicha regulación buscará corregir. Sobre el diseño de un sistema financiero intervenido, intrínsecamente inestable, se espera que el regulador y supervisor financiero realicen lo imposible: mantenerlo estable. Desde una postura no intervencionista, los fallos del mercado son oportunidades de perfeccionamiento por el propio mercado siempre que se le deje actuar en libertad, en plena asunción de las responsabilidades individuales y en un marco de seguridad jurídica. La regulación discrecional de los bancos no es una actividad carente de riesgo para la economía, y es discutible que sea la solución más eficaz para prevenir situaciones de inestabilidad financiera. Por una parte, la propia regulación es en muchas ocasiones la causa de los problemas que llevan a la pérdida de la estabilidad financiera; por otra, las agencias de regulación raramente identifican los problemas antes de que estos sucedan, por lo que no serán la solución más apta para adelantarse a los así llamados fallos de mercado.

IX
CONCLUSIÓN: EFECTOS SOBRE LA ESTABILIDAD
FINANCIERA DE LA ELIMINACIÓN DE LA INTERVENCIÓN
DISCRECIONAL DEL ESTADO

Es necesario un pensamiento alternativo ante las situaciones que estamos viviendo y, en este sentido, este artículo apunta hacia nuevos enfoques. El actual debate internacional sobre estabilidad financiera está dominado por escuelas de pensamiento que ven necesaria la intervención del Estado para fomentar, salvaguardar y recobrar la estabilidad financiera. Este artículo, por el contrario, parte de las intervenciones discrecionales del Estado en los sistemas monetarios y financieros como el principal riesgo al que se enfrenta una economía para fomentar, salvaguardar y recobrar la estabilidad financiera. Las funciones públicas de política monetaria, prestamista de última instancia y garante, implícito o explícito, del sector financiero son revisadas como una de las principales causas endógenas del riesgo sistémico.

Propuestas alternativas que entren frontalmente en conflicto con la doctrina pacíficamente aceptada por la totalidad de la teoría económica dominante, así como por buena parte de la población educada e informada de acuerdo con esta doctrina, reciben muy poca atención. Un ejemplo claro es la propuesta de un coeficiente de caja del 100%. Este tipo de propuesta muy rara vez es discutida o siquiera considerada por la teoría económica dominante, aún cuando los beneficios directos para la estabilidad financiera son evidentes y ha habido célebres economistas y premios Nobel de Economía que la han propuesto. Este artículo ha pretendido ser un contrapunto a este silencio.

Como se ha discutido en el artículo, no es infundado considerar las intervenciones discrecionales del Estado como fuente de inestabilidad financiera. Los beneficios teóricos de un primer análisis son importantes. Ante todo, se promueve la entrada del libre mercado en el sector financiero, fuertemente intervenido en la actualidad. En un entorno de libre mercado, los bancos centrales quedan reducidos a lo que legitima la existencia del Estado: asegurar la estabilidad monetaria, hacer cumplir la Ley, y respetar los derechos de propiedad y los contratos. Mantener la

discreción del Estado para manipular la oferta monetaria, o la intervención necesaria del Estado para evitar que colapse un sistema bancario con reserva fraccionaria, solo consigue que la sociedad siga siendo dependiente de la intervención de los poderes públicos en el sistema financiero. Sin embargo, los obstáculos principales para su implantación no son técnicos, sino políticos, sociales y culturales.

La eliminación del encaje fraccionario encontraría una de sus mayores resistencias en los propios banqueros que verían seriamente disminuida la rentabilidad, así como eliminada la capacidad de sus bancos de crear dinero y, por tanto, de ejercer poder. La eliminación de los privilegios estatales que dan cobertura legal al encaje fraccionario pondría fin a una larga lucha y conquista de décadas por parte de los banqueros de alcanzar mayores cotas de poder económico y político. La presión del sector bancario para evitar esta medida sería muy fuerte. Sus armas volverían a ser la presión política, mediática e intelectual desde el mundo académico. La medida de la eliminación del encaje fraccionario también encontraría resistencia en el propio público ahorrador y supondría un cambio cultural importante que implicaría que los bancos, en su gestión de pagos y custodia de efectivo, no solo no podrían pagar intereses, sino que tendrían que cobrar comisiones para que la actividad fuese viable.

La eliminación de la reserva fraccionaria y el establecimiento de un coeficiente de caja del 100%, ante todo, sería el elemento clave para la eliminación del principal riesgo para la estabilidad financiera: la expansión del crédito bancario por encima del ahorro voluntario. Por otra parte, forzaría a la banca a casar plazos. En particular, fuerza a la banca a dejar la práctica de endeudarse a corto plazo para prestar a largo plazo, reforzando la estabilidad financiera. Forzaría a la banca a separar la actividad crediticia de riesgo de impago y quiebra, de la actividad de gestión y custodia de efectivo. Permitiría la eliminación del banco central como prestamista de última instancia, e introducir medidas para evitar la existencia de entidades *too-big-to-fail*, reforzando la disciplina de mercado. Por estar cubiertos los depósitos y sustitutos de dinero al 100%, el riesgo cubierto por los esquemas de garantías de depósitos quedaría reducido al riesgo de fraude. Por

último, simplificaría enormemente la regulación bancaria. Solo una norma sería básica: prohibir la existencia de banca con reserva fraccionaria. Una norma, sin embargo, muy compleja de supervisar en la práctica y que requeriría una alta competencia profesional del supervisor.

La medida necesaria más simple, desde un punto de vista técnico, es establecer normas fijas de política monetaria. Tan solo se requeriría una disposición que así lo determine y un diseño institucional adecuado que asegurase su cumplimiento. Es solo, por tanto, un tema de *voluntad política*. Sin embargo, es aquí donde radica su gran dificultad de implantación que, en el momento de escribir, la hace prácticamente impensable. La doctrina económica y monetaria dominante da la razón a los poderes públicos, lo que ha hecho que se pueda decir que propuestas de política monetaria que tengan como principal foco de atención la estabilidad y predictibilidad de la oferta monetaria estén incluso fuera del espectro político.

Por su parte, el establecimiento de reglas no discrecionales por las que se regiría la política monetaria y por tanto del crecimiento de la base monetaria, ante todo, proporcionaría estabilidad y racionalidad económica al sistema de precios, lo que beneficia la estabilidad financiera. Fomentaría que el mercado pueda contar con un bien económico que cumpla las funciones del dinero. Un dinero no inflacionario que sea aceptado por el mercado. Por último, fomentaría la justicia entre los distintos miembros de la sociedad, en el sentido de que nadie ve diluidos sus ahorros en favor de otros vía la inflación discrecional de la base monetaria. Junto a aspectos monetarios y económicos, la estabilidad financiera también se construye sobre la base de una sociedad moralmente sólida.

Por último, una nota final de cautela. Un estudio sobre el proceso de eliminación de la fuerte intervención del Estado sobre el sistema financiero, que no es el objeto de este artículo, desaconsejaría su eliminación de forma abrupta. Como todo cambio radical y profundo, se debería hacer de manera organizada, en un proceso de transición muy delicado, con el riesgo adicional que situaciones de apoyo gubernamental pervivan en un proceso general de liberalización, creando las bases para situaciones de inestabilidad mucho más perniciosas de las que se trataban de evitar.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAGEHOT, W. (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres: H.S. King, www.econlib.org/library/Bagehot/bagLom.html.
- BANCO DE INGLATERRA (2008): *Financial Stability Report, October 2008*, Londres: Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf>.
- FRIEDMAN, M. (2006): *The optimum quantity of money*, New Brunswick, N.J.: Aldine Transaction.
- GOODHART, CH., y SHOENMAKER, D. (1995): «Should the Functions of Monetary Policy and Bank Supervision be Separated?», *Oxford Economic Papers*, vol. 39.
- GUILLORY, G. (2005): «What Are You Calling Failure?» en: *Daily Article*, The Mises Institute, 5 de mayo, www.mises.org/story/1806.
- HAYEK, F.A. VON (1974): «The Pretence of Knowledge» *Discurso de entrega del premio*, The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1974, Estocolmo, http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1974/hayek-lecture.html.
- (1978): *Denationalization of Money. The Argument Refined: an Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, Londres: Institute of Economic Affairs.
- HUERTA DE SOTO, J. (2009): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 4.^a edición, Madrid: Unión Editorial.
- MENGER, C. (1871 [1997]): *Grundsätze der Volswithchaftslehre*, Wilhelm Braumüller, Viena. Traducción española: *Principios de Economía Política*, Madrid: Unión Editorial.
- MISES, L. VON (1912 [1961]): *The Theory of Money and Credit*, traducción al español, *Teoría del dinero y crédito*, Barcelona: Zeus. Disponible en inglés: http://mises.org/books/tmc.pdf?bcsi_scan_44441617FDB44D6E=ydXWEBF4tC67jfpcTaayCgoAAACu+vUF&bcsi_scan_filename=tmc.pdf.
- (1949 [2004]): *Human action, a treatise in economics*, traducción al español: *La acción humana, tratado de economía*, 8.^a edición, Madrid: Unión Editorial.

- NOONAN, J.T. (1957): *The Scholastic Analysis of Usury*, Harvard, MA: Harvard University Press.
- ROTHBARD, M.N. (1966): *Man, economy and State: a treatise on economic principles*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, www.mises.org.
- SCHINASI, G.J. (2006): *Safeguarding financial stability: theory and practice*, Washington: International Monetary Fund.
- WICKSELL, K. (1966): «The natural rate of interest», en: *Monetary theory and policy*, ed. Richard A. Ward, Scranton, Penn.: International Textbook, pp. 233-248.