

¿BANCO CENTRAL, JUNTA MONETARIA O BANCA LIBRE?*

Lawrence H. White

Las discusiones sobre política monetaria a menudo se relacionan con las acciones marginales de la autoridad monetaria; por ejemplo, cosas tales como si este mes el banco central debería realizar o no un mayor ajuste en sus redescuentos a los bancos comerciales. Pero lo que me interesa tratar aquí no es eso, sino los problemas institucionales mucho más importantes que tienen que ver con el rol del gobierno en el sistema monetario. Es decir, cuál es el mejor *régimen* monetario. La cuestión fundamental no es si el banco central debe ajustarse a “reglas” o actuar “en forma discrecional”, ni siquiera si una “junta monetaria” es preferible a un banco central (si bien me interesa hablar acerca de estos temas). Lo esencial es determinar si el gobierno debe tener en el sistema monetario otra intervención que no sea la de hacer cumplir los contratos. Digámoslo de otro modo: ¿Hay alguna razón para que el gobierno produzca el dinero circulante o imponga restricciones legales a los bancos o a otras firmas privadas que producen otras formas de dinero (como por ejemplo, cuentas operables mediante cheques)?¹ ¿Por qué la provisión de dinero no puede desnacionalizarse to-

* Escrito sobre el cual el autor dictó un seminario en ESEADE el 28 de junio de 1994. El profesor White ha otorgado autorización para traducir y publicar en *Libertas*.

¹ Prefiero hablar lisa y llanamente de “restricciones legales”, en lugar de llamarlas eufemísticamente “regulaciones”. No se debe dar por sentado que las restricciones a la libertad de contrato contribuyen a hacer más regular el mercado bancario o el sistema monetario.

talmente y regirse, en cambio, sólo por contratos privados? La idea de un mercado de dinero y una banca libres y dignos de confianza no es utópica. De hecho, la evidencia histórica demuestra que se trata de algo factible y que esa libertad puede autorregularse. Lo que sí me parece fantástico es la idea de una banca central confiable; la experiencia mundial pone de manifiesto que lo que predomina son la inestabilidad y las crisis.

Hace veinte años el fundamento de la banca central era un tema cuya reconsideración sólo interesaba a unos pocos economistas eruditos (y a nadie más fuera de los ámbitos académicos). En la actualidad, la situación ha experimentado un cambio notable en lo que respecta a esos ámbitos académicos. La cuestión de los sistemas monetarios alternativos se trataba exclusivamente en términos de la conveniencia de las "reglas" o de la "discrecionalidad" con respecto a una autoridad monetaria cuya existencia misma no se ponía en tela de juicio. (En el siglo XIX había sido cuestionada por la Free Banking School of Writers, pero las obras de estos autores habían sido olvidadas hacía mucho tiempo.) Vera Smith (1990 [1936], p. 172), al tratar el tema del fundamento de la banca central en su excelente libro *The Rationale of Central Banking*, de 1936, se refirió al escepticismo que en general suscitaba esa cuestión, diciendo: "La gran mayoría de las personas consideran que la interferencia gubernamental en lo que respecta a la banca se ha convertido hasta tal punto en parte integrante de las instituciones aceptadas que la sola sugerencia de que debe ser abandonada resulta ridícula". En la actualidad, sea cual fuere el punto de vista imperante, los economistas monetarios ya no consideran ridícula la idea de la no interferencia gubernamental en materia de asuntos monetarios y bancarios. Gran número de economistas han empezado a considerar las cuestiones de teoría y práctica monetaria valiéndose de modelos competitivos de mercado. Los trabajos de F. A. Hayek (1976, 1978) en favor de la desnacionalización de la moneda, sobre todo, contribuyeron mucho a reintroducir la idea de un régimen monetario de *laissez faire* en el debate académico. En los últimos años ha sido notable la difusión de los trabajos especializados sobre el tema.²

² En Elgin y White (1994) puede encontrarse una revisión reciente. Otra más antigua, pero todavía útil, es el trabajo de Brown (1985).

Claro que la cuestión no es en absoluto puramente académica. Su enorme importancia práctica ha sido puesta en evidencia por los últimos acontecimientos. En su gran mayoría, los regímenes de banca central existentes no han brindado buenos servicios al público, por lo cual se ha generalizado el interés en los sistemas monetarios alternativos. Hoy en día, en las nuevas economías de mercado de Europa central y oriental la cuestión de si debe existir una banca central o, en su lugar, un sistema alternativo tal como una junta monetaria o una banca libre, se ha convertido en un tema político generador de intensos debates. En el caso de naciones que, como la Argentina, han soportado una hiperinflación debido al accionar de sus bancos centrales, este debate adquiere especial importancia. Hay aun otro factor que se agrega a las consideraciones académicas y políticas mencionadas y que ha comenzado a plantear dudas acerca de la eficacia de la banca central, a saber, los recientes avances tecnológicos en materia de sistemas de pago digitales. El desarrollo de métodos electrónicos de transferencia de fondos cuyo costo es muy bajo prefigura un mundo en el cual el dinero gubernamental puede tornarse obsoleto y quizá será reemplazado por dinero emitido privadamente en forma de saldos inscriptos en "tarjetas inteligentes" o cargados en computadoras personales y transferidos mediante "billeteras electrónicas" o computadoras personales conectadas por vía de Internet. Los saldos de las tarjetas inteligentes, que pueden transferirse sin que sea necesaria la participación de los bancos, podrían convertirse en el siglo XXI en el equivalente del billete de banco privado.³ Nuevamente surge el problema fundamental de la política monetaria, que planteamos antes con respecto al papel moneda: ¿Existe una razón válida para que el gobierno intervenga en la producción de dinero (electrónico) o imponga restricciones a las firmas privadas que producen dinero (electrónico)? De manera específica: ¿Hay alguna razón valedera para imponer restricciones legales a las empresas priva-

³ Espero que esto no parezca cosa de ciencia ficción, ya que usamos a diario estos nuevos dispositivos de pago. Véase Browne y Cronin (1994), Levy (1994) y White (1995). La misma teoría que explica cuáles son los límites económicos para la cantidad de billetes rescatables que puede crear voluntariamente un emisor privado en un sistema bancario libre (White, 1984, Selgin, 1988) explica también los límites para la cantidad de saldos monetarios en tarjetas inteligentes (rescatables con la reserva monetaria) que un emisor privado puede emitir voluntariamente.

das que proveen medios de pago o servicios de transferencia monetaria digitales?

Como ejemplo de la magnitud que ha alcanzado el debate entre los responsables de la implementación de políticas monetarias veamos lo que dijo Paul Volcker, quien fue director de la Reserva Federal (banco central de los Estados Unidos), en una conferencia pronunciada en la Reserva Federal sobre el tema "Emisiones de la banca central en las nuevas economías de mercado". Sus conceptos habrían sido impensables una década atrás:

Para alabanza de mis amigos, los banqueros inversores, debo decir que no son muy magnánimos al considerar el papel del banco central en las nuevas economías de mercado, tema del cual se me ha pedido que hable hoy. En realidad, cuando le mencioné a uno de ellos que disertaría sobre eso, me respondió que el banco central y la economía de mercado son conceptos antitéticos. Los bancos centrales no son precisamente los precursores de las economías de mercado libres.

[...] y si se me dijera que un banco central es esencial en una economía de mercado, yo mencionaría el caso de Hong Kong, que no tiene banco central en el absoluto epítome de una economía de mercado. Y sin embargo, se las arreglan muy bien en términos de crecimiento económico y estabilidad [...].

El banco central no es el único recurso para manejar la inflación; hay otros que son potencialmente más eficaces. Y citaré al respecto a la mayor autoridad, que se encuentra en esta sala: Wayne Angell (que fue miembro de la Junta de Directores de la Reserva Federal). Cuando fue a Rusia, no recomendó la creación de un nuevo sistema de reserva federal, sino que aconsejó: "Sigam con el patrón oro". Como alternativa, se podría decir: "Adopten la convertibilidad". O también, como parece aconsejar Alan Walters en estos días: "Implanten alguna forma de junta monetaria para las nuevas economías".⁴

⁴ Volcker (1990, pp. 1-4). Volcker agrega: "Para quienes están aquí, muchos de los cuales son banqueros pertenecientes a bancos centrales, un banco central puede resultar atractivo, pero no es la única manera de luchar contra la inflación. De hecho, tal como ustedes lo saben muy bien, un banco central puede convertirse en un motor generador de inflación, y no lo contrario". Es posible que Volcker haya sido deliberadamente provocativo.

El señor Volcker no mencionó una alternativa aun más fundamental, que yo quiero poner hoy sobre el tapete: la de excluir por completo al gobierno del sistema monetario mediante la adopción de la banca libre.

En la Argentina están familiarizados con la idea de poner límites a la acción del banco central con una ley de convertibilidad. El recurso representado por la adopción de la junta monetaria apunta a asegurar la perdurabilidad de una ley de convertibilidad reemplazando el banco central por una institución gubernamental específica destinada a emitir moneda. La única función de una junta monetaria es emitir y convertir la moneda del país a un tipo de cambio fijo contra una divisa. Una de sus características definitorias es el hecho de que mantiene una reserva líquida de divisas del 100% por lo menos, lo que la pone a cubierto de un ataque especulativo, porque dispone de los activos suficientes para hacer frente a cualquier demanda de cambio, hasta el último peso. Otra característica, igualmente esencial, es que la junta únicamente aumenta el stock de moneda del país cuando se le entregan divisas por conversión, y sólo lo reduce para hacer frente a demandas de cambio.⁵

Estas dos características, en conjunto, impiden que una junta monetaria lleve a cabo una política monetaria activa y discrecional, una manipulación deliberada de la cantidad de circulante, cualquiera que ésta sea. No puede, ni siquiera en el corto plazo, conducir una política monetaria activa como las que implementa un banco central. Éste es el primero de los dos puntos que quiero destacar: una banca central activista y discrecional —como por ejemplo, la que opera hoy en día en la Argentina— es incompatible con un acuerdo por el cual se establezca una junta monetaria en forma estricta, duradera y confiable. El fundamento racional para salvaguardar la convertibilidad con un sistema de junta monetaria reside en que cualquier tentativa de alterar la cantidad de las reservas bancarias o de manipular en forma deliberada el volumen de un agregado monetario más amplio mina la capacidad de la autoridad monetaria para mantener el cambio al tipo establecido.

¿Por qué? Porque uno no puede comerse la torta y a la vez seguir

⁵ Véanse Hanke y Schuler (1993), y Hanke, Jonung y Schuler (1993). Hanke y Schuler han propuesto un sistema de junta monetaria para la Argentina, así como para otros países.

teniéndola. O, de un modo menos metafórico, porque en un mercado en el que las cantidades no estén racionadas un monopolista que se encuentra ante una curva de demanda dada no puede fijar arbitrariamente *tanto* el precio unitario al que va a vender *como* el número de unidades que venderá. Es imposible que en el mercado interno de saldos monetarios se den simultáneamente más de dos de las condiciones siguientes: 1) una autoridad que maneje de manera discrecional el stock interno de dinero; 2) un tipo de cambio fijo, y 3) libertad de comercio internacional de bienes y activos financieros (sin racionamiento de las cantidades de divisas o bienes). Con un tipo de cambio fijo y libertad de comercio, el arbitraje de los bienes equipara el nivel de los precios internos con el de los precios externos. Siendo como son las demandas monetarias reales (la proporción de saldos monetarios que el público desea a un determinado nivel de precios), el stock interno de dinero es correspondientemente endógeno: las fuerzas del mercado mueven la cantidad de saldos monetarios hacia la única cantidad de equilibrio que es coherente con el nivel de precios internos. De este modo queda excluido el control discrecional que la autoridad monetaria interna ejerce sobre el stock interno de dinero, ya que sólo puede generar desequilibrio. Si persiste, la política monetaria activista lleva al colapso del sistema: o bien se deben imponer controles de cambio o bien habrá que abandonar el tipo de cambio fijo.

El segundo punto que deseo destacar es que una ley de convertibilidad, aun en la forma relativamente fuerte de una junta monetaria, en realidad no es más que una medida parcial e inadecuada para asegurar los beneficios deseados. El argumento principal para poner límites a la política monetaria mediante una junta monetaria, cuando esto se considera con seriedad, realmente apunta mucho más allá de esta medida parcial, hacia la reforma más fundamental que consiste en privatizar la emisión de moneda y permitir el establecimiento de una banca libre.

Son tantos los argumentos que se esgrimen para señalar la inconveniencia de un banco central que no puedo considerarlos aquí en su totalidad.⁶ Por lo tanto, veamos la razón esencial que aparece en la bibliografía reciente en favor de la elección de una junta monetaria en lugar de un banco central con poderes discrecionales.

⁶ Véase White (1994).

les: la discrecionalidad puede transformarse en una trampa que no favorece los intereses de nadie.

Un banco central con autoridad discrecional puede corregir rápidamente el curso político que está siguiendo; esto constituye la razón fundamental de este atributo. Por lo tanto, no puede asumir el compromiso efectivo de seguir un curso de acción determinado: puede abandonar fácilmente cualquier promesa que haya hecho en relación con la política futura, y esto lo sabe todo el mundo. Sus directivos no pueden atarse las manos y, por cierto, tampoco las de sus sucesores. Esa característica hace que un banco central esté expuesto en forma constante a presiones políticas en procura de “dinero fácil” (o sea, un crecimiento monetario más rápido) para paliar temporariamente el desempleo o para financiar un déficit presupuestario. Si las presiones son lo bastante fuertes, el crecimiento monetario y la inflación de precios pueden quedar totalmente fuera de control. (Los políticos que transmiten presiones en favor de la inflación pueden actuar racionalmente, aunque se den cuenta del peligro, si al hacer hincapié en el corto plazo aumentan sus posibilidades de reelección.) Cuando la inflación ha salido de cauce, las autoridades pueden desear desinflar la moneda, pero les resulta muy difícil poner límites al crecimiento económico (esto puede tener como consecuencia un elevado índice de desempleo o una caída inaceptable de la emisión de moneda) en un medio en el cual los precios experimentan continuamente una fuerte alza, debido a que los agentes privados racionales que fijan los precios saben que las autoridades tienen incentivos para incumplir cualquier promesa de desinflar.⁷

El argumento sobre el que hacen hincapié los que proponen el sistema de la junta monetaria es que con ella se resuelve el problema de la credibilidad de los compromisos, porque un organismo semejante *incluye constitucionalmente* el compromiso de seguir una trayectoria monetaria menos inflacionaria; existe un impedimento *estructural* que hace que las autoridades monetarias no puedan

⁷ Barro y Gordon (1983) tratan desde un punto de vista técnico el problema de esta suerte de juego estratégico de la política monetaria. En el modelo que presentan estos autores, las autoridades se encuentran “atrapadas”, porque su incapacidad para comprometerse a bajar la inflación hace que produzcan un índice inflacionario mayor que el deseado.

imprimir papel moneda *ad libitum*. Sus manos están atadas.⁸ Robert Hetzel, economista del Banco de la Reserva Federal de Richmond, ha destacado las ventajas de un compromiso semejante en su alegato en contra del establecimiento de un sistema de banca central en las nuevas economías de mercado. (Es evidente que los economistas del banco central de los Estados Unidos pueden sostener que la banca central es inconveniente para la economía de otros países, siempre y cuando no apliquen la misma lógica a su propio país.) Hetzel (1990, p. 19) hace hincapié sobre la importancia de un contexto financiero que sea seguro para los inversores, advirtiendo que los poderes de que dispone un banco central en lo que respecta a la emisión de moneda inevitablemente tientan a los gobernantes a seguir políticas financieras inflacionarias y a establecer controles de cambio, lo cual genera inseguridad financiera y detiene el crecimiento económico. Y llega a esta conclusión, absolutamente correcta: "La única manera de comprometerse a asignar al estado un rol limitado es eliminar la banca central".⁹

Nunca se destacará lo suficiente la importancia de la credibilidad. Restringir el crecimiento monetario es muy sencillo: basta con dejar inactivas las máquinas impresoras del banco central. Sin embargo, las *ventajas* de esa restricción sólo se ponen de manifiesto cuando el público cree que se mantendrá. La política tradicional que consiste en estabilizar el tipo de cambio no puede proporcionar la credibilidad que se necesita porque: 1) si no existe una reserva del 100%, está sujeta al ataque especulativo y 2) no hay un compromiso a largo plazo de mantener fijo el tipo de cambio en épocas difíciles. En la práctica, la tasa fija nunca dura mucho tiempo.

No se comprende la insistencia en el sentido de que una junta monetaria debe mantener reservas del 100% si no se insiste tam-

⁸ Milton Friedman (1960, 1984) ha propugnado durante mucho tiempo un medio alternativo para atar las manos al banco central (excepto en las pequeñas economías abiertas): una regla estricta que dicte una trayectoria de crecimiento lenta y uniforme (o, más recientemente, igual a cero) para un agregado monetario. Esto implica que la base monetaria debe seguir una trayectoria no discrecional (pero contingente con el comportamiento del multiplicador monetario). Se deja que el tipo de cambio fluctúe libremente, de modo que no hay pérdidas o ganancias de la reserva internacional que interfieran con la base monetaria.

⁹ En otro trabajo he aplicado esta argumentación, combinada con un ejemplo explícito respecto de la emisión privada de dinero, a África (White, 1993, pp. 420-421).

bién en que las tengan los bancos comerciales, que las necesitan para sustentar su credibilidad, puesto que sus depósitos están, asimismo, respaldados por la promesa de ser reembolsados a la par (en la Argentina, algunos funcionarios del gobierno parecen creer que cuanto más altos sean los requerimientos de reservas a los bancos comerciales, mejor, pero creo que están equivocados). Entre una junta monetaria gubernamental y un banco comercial hay una importante diferencia. Si un banco privado viola su compromiso de convertir sus obligaciones a pagar en fondos de reserva a la par, se declara que está en situación de incumplimiento de contrato y es liquidado, aplicándole la ley de quiebras. Por consiguiente, los accionistas, atentos para no perder sus inversiones en el banco, controlan cuidadosamente la administración de éste para evitar que su liquidez y su solvencia disminuyan hasta un punto en el cual se cierna sobre él la amenaza de una corrida, e insisten en que las reservas sean las necesarias como para satisfacer toda demanda de reembolso. En cambio, una institución gubernamental no está obligada por contrato alguno. Cuando el gobierno suspende los reintegros o devalúa la moneda nadie puede iniciarle acción judicial. No hay accionistas que tengan voto directo en la administración de la junta. Como no existe sanción *ex post* por infringir la regla de convertibilidad (deliberadamente o por un ataque especulativo) ni tampoco supervisión alguna, es preciso que haya una coacción *ex ante*, tal como una norma que imponga a la junta una reserva del 100%.

El compromiso de la junta monetaria de mantener la convertibilidad a un tipo de cambio fijo liga el crecimiento monetario y las tasas de inflación internas a las de la moneda extranjera elegida como divisa. Como el tipo de cambio fijo posee credibilidad y sustentabilidad, el sistema de la junta monetaria proporciona también mayor certeza acerca del valor que tendrá en el futuro la moneda del país, así como acerca de su poder de compra dentro del territorio nacional.

En mi opinión, una junta monetaria que se compromete a mantener una unidad monetaria (relativamente) estable es realmente ventajosa en comparación con una banca central con poderes discrecionales que no asume ningún compromiso. Pero afirmo que la banca libre realiza en un grado aun mayor las ventajas de un compromiso confiable, puesto que, a diferencia de la junta monetaria,

no limita la emisión de moneda a una institución estatal monopólica sino que privatiza esa función y la abre a la competencia. Los bancos comerciales privados deberían emitir el dinero reembolsable dentro del sistema tal como lo hacen con los depósitos rescatables, sin restricciones especiales en cuanto a la cantidad ni otras limitaciones legales.¹⁰

Las razones por las cuales la promesa de mantener la convertibilidad a un tipo de cambio fijo es más firme y digna de confianza en el caso de la banca libre son por lo menos dos. En primer lugar, el compromiso que asume un banco privado competitivo de reembolsar dinero a una tasa especificada previamente se basa en un contrato de cumplimiento forzoso, no sólo en una ley que puede ser suspendida o derogada en el futuro si su suspensión o derogación parecen convenientes. Nadie puede iniciar acción judicial contra el presidente cuando deja sin efecto una ley de convertibilidad invocando una "situación de emergencia", ni contra la legislatura por derogar la ley cuando lo considera oportuno. Por ende, la obligación de una junta monetaria de reembolsar a una tasa fija puede ser anulada impunemente. En cambio, los tribunales pueden accionar contra la parte privada que incumple una obligación de pago contractual. Un banco privado no tiene el poder de anular sus contratos.

Este punto no ha escapado a la percepción de dos destacados defensores de la idea de la junta monetaria, Steve Hanke y Kurt Schuler (1991b, p. 57), quienes admiten:

Una debilidad potencial de la junta monetaria *gubernamental* es, en verdad, que no hay manera de impedir absolutamente que el gobierno la obligue a devaluar por razones de política interna (Hetzel, 1990).

¹⁰ Dowd (1993) y Anderson (1993) propusieron la banca libre como solución para la crisis monetaria que atraviesa Rusia en la actualidad. La situación de este país es un tanto especial, porque no hay una única moneda externa dominante que todos los bancos deban aceptar claramente como divisa (unidad de cuenta o medio de rescate). Prefiero hacer a un lado el problema de si la banca libre ayuda a la convergencia hacia un patrón monetario más ventajoso (lo que, en mi opinión, hace) o la obstaculiza (como lo considera Selgin, 1993), por lo cual daré por supuesto que ya existe un patrón externo predominante. La cuestión que me interesa plantear es si la moneda que constituye ese patrón debe ser provista por un monopolio público o por la competencia privada.

Quizá sea posible resguardar a estos organismos de la injerencia política otorgando franquicias a juntas monetarias *privadas*. ¿Estas franquicias deberían otorgarse sobre la base de una licitación competitiva? (Demsetz, 1968).

La propuesta de la banca libre sólo difiere en lo que respecta a permitir el acceso irrestricto a la emisión monetaria. En relación con la emisión de papel moneda rescatable no existe un monopolio natural, en vista de lo cual Demsetz (1968) propuso originalmente que los monopolios naturales estuvieran exentos de toda licitación. No es fácil comprender qué sentido tiene crear un monopolio artificial y después vender la franquicia al mejor postor.

Los partidarios de la junta monetaria hacen notar, con acierto, que el banco central a lo sumo mantiene un tipo de cambio "fijo" que "es momentáneamente constante en términos de reserva monetaria pero no entraña garantía alguna de que se mantendrá así en el largo plazo"; y destacan que, por el contrario, históricamente "las juntas monetarias han tenido excelentes récords en lo que respecta a mantener tipos de cambio fijos" (Hanke, Jonung y Schuler, 1993, p. 7). Lamentablemente, la historia nos muestra que estas juntas tendieron a transformarse en bancos centrales. Después de todo, su carácter de emisores monopolísticos condiciona al público para que dé por sentado que es necesario que el gobierno desempeñe un rol central en el sistema monetario (Dowd, 1993, pp. 565-66). En lo que respecta a los directivos de la junta monetaria, no es probable que se resistan durante mucho tiempo a la idea de que podrían hacer un bien mucho mayor si manejaran más activamente el sistema monetario; en consecuencia, constituyen un *lobby* que ejerce presión sobre el poder legislativo para que libere al organismo de las estrictas limitaciones que lo diferencian de un banco central.

Pero si una junta monetaria puede persuadir al poder legislativo para que la libere de trabas legales, ¿no podrían también los bancos privados influir sobre él para que les permita dejar en suspenso sus obligaciones contractuales? Esto nos lleva a la segunda razón por la cual la banca privada es más confiable en lo que respecta a mantener la convertibilidad a un tipo de cambio fijo: el sistema es descentralizado y competitivo. Ningún banco puede permitirse, por sí solo, infringir esta obligación, suponiendo que tuviera la posibilidad de hacerlo, porque sería catastrófico para su reputación. In-

cluso en el caso de que un banco en situación insostenible solicitara al poder legislativo que anulase su obligación contractual para con sus clientes porque en ese momento resulta inconveniente para sus accionistas, estaría muy lejos de obtener una respuesta favorable; más lejos, en verdad, que una junta monetaria sin competidores que solicitara la anulación de una obligación para con el público que le impide servir mejor a la legislatura. Una petición semejante por parte de todos los bancos emisores es muy improbable porque, después de todo, compiten entre sí.¹¹

Ahora me referiré a algunas objeciones comunes que se hacen a la banca central. Una de ellas fue expresada ya hace mucho tiempo por Milton Friedman (1960, p. 6), quien es quizás el erudito más reconocido entre los que propugnan la idea del mercado libre en áreas no monetarias. La manifestación de Friedman podría considerarse representativa de una interpretación errónea de la historia, ampliamente difundida, que ha hecho que muchos se sientan prevenidos en contra de la banca libre. Lo que afirma es que los billetes falsos, así como aquellos con escasa "capacidad de retorno", son particularmente fáciles de pasar. Y escribe:

Por lo tanto, es posible que, de vez en cuando, haya un exceso de emisión en el caso de una moneda fiduciaria ostensiblemente convertible en moneda mercancía, y la convertibilidad se hace imposible. Es lo que ha ocurrido históricamente en los Estados Unidos durante la vigencia de la denominada "banca libre", y también en otros países en circunstancias similares. Al examinar más a fondo los registros históricos se ve que, sin lugar a dudas, esto no ha sucedido cuando el sistema de banca libre rigió en Escocia, país donde perduró por más tiempo.¹²

¹¹ Históricamente se han dado casos en los cuales cierto número de bancos, actuando en forma conjunta, lograron persuadir al poder legislativo para que promulgara una ley de suspensión, por ejemplo, en algunos estados norteamericanos a comienzos del siglo XIX. No obstante, es preciso tener en cuenta que: 1) se trataba típicamente de instituciones que debían sus privilegios especiales a sus amigos miembros de la legislatura, y 2) las suspensiones eran temporarias, a diferencia de las suspensiones permanentes que habitualmente disponen los bancos centrales.

¹² En lo que sigue me baso sobre todo en White (1984 y un trabajo de próxima aparición). A la luz de los nuevos estudios históricos publicados desde 1960, Friedman sustentó después un punto de vista mucho más positivo acerca de la banca libre: véase Friedman (1984) y Friedman y Schwartz (1986).

Es ilustrativo examinar el contraste entre la experiencia escocesa y el punto de vista de Friedman para comprender por qué su explicación sobre el fracaso de la banca libre no es correcta. En Escocia, donde el sistema funcionó sin restricciones, la demanda de una moneda que fuera generalmente aceptable condujo al establecimiento de instituciones bancarias con gran número de sucursales y a la aceptación recíproca de billetes entre los diversos bancos. Esto no significó que el público aceptara sin reservas los billetes de bancos distantes o poco conocidos. Cuando existe libre competencia y se pueden conseguir los mejores billetes, no hay razón para que el público acepte que sigan en circulación aquellos que son dudosos. Los billetes emitidos por banqueros "retirados hace mucho tiempo, en el espacio y en las relaciones", como dice Friedman, no tenían curso en Escocia. Por lo general, el período entre la emisión de un billete y la demanda de cumplimiento de su promesa de pago era muy breve, y retornaba al emisor a través de la cámara compensadora después de haber sido depositado en otro banco. Este mecanismo permitía controlar tanto el fraude como un exceso de emisión accidental.

Por cierto, es posible que algunos aprovechen la oportunidad de obtener beneficios por medios fraudulentos. Sin embargo, la acción legal por fraude en la emisión de moneda no significa que haya que intervenir la banca ni justifica su regulación por parte del gobierno. Todo lo que hace falta es la aplicación del derecho comercial ordinario. No se requieren leyes ni regulaciones específicas. Además, los sistemas bancarios libres, como el escocés, han dado muy pocas oportunidades de enriquecimiento mediante la emisión fraudulenta. La falsificación era muy poco común debido al breve período de circulación de los billetes, que permitía detectar rápidamente los falsos.

La propuesta de privatizar la moneda y los depósitos a menudo lleva a plantear interrogantes con respecto a la estabilidad y a la eficiencia de un sistema monetario desregulado. En un sistema bancario no sometido a una determinada proporción de reserva, ¿los bancos no reducirán sus encajes hasta tal punto que resulten en cierto sentido "demasiado escasos"? En el caso de una empresa emisora de dinero, se supone que será lo suficientemente competente como para maximizar su valor mediante la elección de un sistema de reservas adecuado, pero, ¿podría aducir alguna "externa-

lidad", algún efecto de "desborde" por parte de otros? Los tenedores de billetes (y los titulares de depósitos) de un emisor cuyas reservas se agotan pero que es, por lo demás, solvente tienen una relación contractual con el emisor. Es de su competencia la compensación en caso de iliquidez temporaria, como se ha dado el caso históricamente (el tenedor recibió una tasa de interés más alta cuando hubo demora en el reembolso). Si el contrato no lo especifica, el sistema legal debe proveer una compensación adecuada por el incumplimiento de contrato implícito en la falta de pago de los billetes o los depósitos en el momento de la demanda; esto significa que el banco debe compensar plenamente a los acreedores. En este caso, el emisor soporta íntegramente los efectos negativos de la iliquidez, y los bancos están incentivados para mantener las reservas adecuadas.¹³

Por otra parte, si los organismos gubernamentales no estuvieran listos para proporcionarles fondos de reserva o para sacarlos de apuros, ¿estarían los bancos en condiciones de otorgar a sus tenedores una reserva "demasiado grande" o de asignarles préstamos cuyo riesgo es "demasiado pequeño"? El rápido crecimiento de la economía escocesa en la época de la banca libre, así como otras experiencias históricas, pone en duda la afirmación de que una tendencia excesivamente conservadora en materia de conducción de los asuntos bancarios impediría el progreso. Mediante un acuerdo

¹³ ¿Qué pasa en el caso de un emisor que se torna insolvente, es decir, incapaz de cumplir con sus responsabilidades contractuales ni siquiera con la liquidación de sus bienes? Nuevamente se trata aquí de una cuestión de relaciones contractuales. Cuando la responsabilidad es ilimitada, los accionistas del banco tienen la obligación contractual de responder por las deudas de la institución con sus bienes personales. Esta obligación no existe cuando la responsabilidad es limitada. Se puede pensar que un emisor actúa con "descuido" o asume otros riesgos indebidos sólo cuando hace recaer *involuntaria* o extracontractualmente el riesgo de quiebra no sobre los accionistas del banco sino sobre sus clientes. Este problema no existe cuando los bancos pueden constituirse con un convenio de responsabilidad, sea cual fuere. En este caso, los clientes que deseen evitar los billetes o los depósitos de firmas cuyos accionistas hayan optado por limitar su responsabilidad al valor a la par de sus acciones pueden hacerlo, y tomar, en cambio, sólo las obligaciones de las firmas cuyos accionistas, o por lo menos algunos de ellos, han asumido una responsabilidad múltiple o ilimitada. Aquellos accionistas o tenedores de depósitos que han optado libremente, y con pleno conocimiento, por un emisor que asume una responsabilidad limitada aceptan en forma voluntaria el riesgo de que sus demandas estén sujetas a un incumplimiento parcial.

contractual un banco puede hacerse cargo plenamente de los riesgos que implica su cartera de activos, ya que de este modo puede asumir la cantidad óptima de riesgos posible. Sus accionistas aceptarán estos riesgos en su totalidad si optan por la responsabilidad ilimitada o los transferirán parcialmente a los tenedores de billetes o de depósitos si eligen la responsabilidad limitada. La competencia imperante obligará al banco a compensar a estos últimos por cualquier riesgo importante en relación con los billetes o los depósitos a causa de la responsabilidad limitada de sus accionistas. En consecuencia, ellos decidirán si vale la pena o no correr algunos riesgos en particular. En tanto la responsabilidad ilimitada no sea obligatoria, sino que las empresas puedan constituirse también asumiendo una responsabilidad limitada por sus obligaciones contractuales, parece no haber, en principio, obstáculos para que sólo soporten los riesgos que conlleva una cartera de activos bancarios aquellos que aceptan hacerlo, sean éstos los tenedores de billetes o los titulares de depósitos, o los accionistas, o una combinación de éstos.

La posibilidad de que se produzcan corridas bancarias plantea una preocupación importante en lo que respecta a una banca libre de regulaciones.¹⁴ El más significativo de los potenciales efectos externos negativos es que si un banco no puede satisfacer los requerimientos de reembolso provocados por una corrida, pueden producirse corridas contra otros bancos del sistema. Para algunos teóricos, todos los bancos que mantienen reservas fraccionarias están inherentemente sujetos a la posibilidad de que se produzcan corridas y pánico. No obstante, sabemos que en Escocia y Canadá, o en Suecia durante la vigencia de la banca libre, no se produjeron corridas en serie, pero las hubo en otros sistemas bancarios más regulados, como en Inglaterra o en los Estados Unidos.

La solidez de estos sistemas bancarios no se debió meramente a la suerte, sino que debe atribuirse a la libertad de que goza-

¹⁴ El temor de la inestabilidad a causa de las corridas bancarias es, quizá, la objeción más común al *laissez faire* en lo que respecta a la banca. Las soluciones propuestas son la garantía de los depósitos y un organismo que otorgue préstamos a largo plazo. Los análisis de las publicaciones especializadas en economía se han centrado sobre el modelo de corrida bancaria expuesto por Diamond y Dybvig (1983), que goza de gran aceptación. Véase en Selgin y White (1994, pp. 1728-30) una sinopsis de la argumentación de Diamond-Dybvig y las críticas más importantes que se le han formulado. En Dowd (1992a) puede verse una revisión más detallada.

ban las instituciones bancarias y que les permitía hacerse más sólidas y a la presión competitiva que las impulsaba a ello. En un sistema bancario desregulado cada banco tiene incentivos para eliminar cualquier externalidad provocada por las dificultades de otros bancos, y lo hace estableciendo una identidad y una reputación definidas y manteniendo tan pocas obligaciones de otros bancos como le sea posible. Cada banco trata de compensar y cancelar con rapidez sus demandas contra otros bancos, y mantener sus propias reservas en lugar de encomendarlas a otro banco. Allí donde no se han producido bancarrotas en serie, el colapso de un banco no disminuye la estimación del público respecto de la solidez de los demás. Si no existen restricciones a una capitalización adecuada, al establecimiento de sucursales y a otros medios de absorber y diversificar los riesgos de la actividad bancaria, es improbable que se produzcan corridas en serie. La inestabilidad de los bancos en Inglaterra y en algunos estados de los Estados Unidos se debió precisamente a esas restricciones.¹⁵

Por último me referiré a las salvedades planteadas por el hecho de que en un sistema bancario libre (y lo mismo se aplica a un sistema de junta monetaria) no existe un prestador oficial de último recurso. Como lo demuestra la experiencia histórica, esta instancia *no* es necesaria para resolver el problema de la ocasional iliquidez de los bancos. En un sistema bancario libre surge naturalmente un sistema más o menos regular de préstamos interbancarios sobre las reservas existentes. Hoy en día, en las naciones más desarrolladas los bancos comerciales otorgan y reciben préstamos sobre sus reservas en mercados de dinero bien organizados. Hay una muy buena razón para que así sea: al prestar fondos a instituciones que los reclaman con mayor urgencia se obtiene una ganancia. Ahora bien, ¿funcionaría el mercado de préstamos interbancarios en medio de una crisis? La experiencia de las cámaras compensadoras de los bancos comerciales de los Estados Unidos a fines del siglo pasado sugiere que una *asociación de cámaras*

¹⁵ Uno de los factores que contribuyeron a que los bancos escoceses no estuvieran sometidos al riesgo de sufrir corridas fue su responsabilidad ilimitada. Si bien la adopción de este tipo de responsabilidad constituye un método que le permite a un banco persuadir al público de su solidez, yo no la consideraría imprescindible como garantía adecuada para impedir las corridas y el pánico. En la actualidad la responsabilidad ilimitada puede ser o no una forma eficaz de seguro de reembolso.

compensadoras puede desempeñar el papel de intermediaria en los préstamos interbancarios en casos de emergencia.¹⁶ La cámara compensadora puede estar en la mejor posición para evaluar, de manera rápida y poco costosa, la solvencia de un banco potencialmente prestatario, sobre todo si ya ha impuesto (mediante el examen de los bancos) pautas de solvencia y liquidez para los miembros de un sistema compensador y controla su cumplimiento.

El argumento clásico para la imposición deliberada de una política que establezca la existencia de un prestador a largo plazo se debe a Walter Bagehot y se refiere específicamente al Banco de Inglaterra. Se afirmaba que ese banco era el único tenedor de metálico en el sistema bancario inglés. Bagehot escribió (1873, p. 71): "Tanto el Banco como el público deben comprender claramente que, puesto que el Banco mantiene nuestra última reserva bancaria, se deberán reconocer las obligaciones que esto implica y actuar en consecuencia; que se lo deberá abastecer plenamente cuando sea necesario por razones de demanda externa y otorgarle préstamos en caso de pánico interno, tan libre y rápidamente como lo requieran los principios ordinarios de la banca". Bagehot *no* dijo que un sistema bancario libre se resentiría por falta de un prestador de último recurso. Comprendió que un sistema desregulado no desarrollaría naturalmente una pirámide invertida de crédito bancario en lo alto de una única reserva en metálico centralizada. La "inestabilidad inherente" que se atribuye a menudo a un sistema bancario de reserva fraccionaria podría realmente constituir un problema en un sistema de reserva única cuando la liquidez de los bancos satélites depende de las obligaciones del banco central. Pero este argumento se aplica tanto en contra del fomento de un sistema semejante como en favor de la conveniencia de un prestador de último recurso dentro de ese sistema. Bagehot (1873, pp. 68-9) también reconoció esto.¹⁷ Sin embargo, pensaba que "no haría

¹⁶ Véase Timberlake (1984) y Gorton y Mullineaux (1987).

¹⁷ Por lo tanto, es inadecuado citar a Bagehot como si hubiera dicho que en cualquier sistema de reserva fraccionaria hace falta un banco central o un prestador de último recurso. En este sentido, Friedman (1953, p. 218), entre otros, ha malinterpretado a Bagehot. Resulta irónico el hecho de que el propio Friedman (p. 220) sugiera con toda perspicacia que "la mejor manera de eliminar la inestabilidad inherente" de un modo que no sea mantener una reserva del 100% es "permitir que los bancos emitan tanto el dinero circulante como los depósitos con los mismos requerimientos de reserva fraccionaria". Bagehot habría estado de acuerdo con esto.

sino caer en el más inútil de los ridículos" si propusiera derrocar la soberanía del Banco de Inglaterra, por lo cual limitó sus propuestas a lo que era políticamente conveniente.

En consecuencia, el clásico fundamento teórico de un prestador de último recurso pierde toda consistencia cuando se considera un sistema bancario libre. La supuesta necesidad de un prestador de último recurso no puede usarse como argumento en favor de la banca central cuando la legislación que fomenta el establecimiento de la banca central es la que crea esa necesidad.¹⁸

En resumen, he sostenido que: 1) una banca central con poderes discrecionales es inconsistente con un sistema de junta monetaria estricto y digno de confianza, y más aun con una banca libre; 2) los mismos argumentos que se usan para afirmar que una junta monetaria es preferible a un banco central pueden emplearse para demostrar que una banca libre es preferible a una junta monetaria, y 3) las objeciones principales que se esgrimen en contra de la banca libre no resisten el escrutinio crítico. Sobre todo, los bancos que operan sin restricciones no son inherentemente propensos a la sobreemisión o a la suspensión, o a mantener reservas crónicamente insuficientes o excesivas, o a las corridas bancarias. No hay en el sistema una necesidad inmanente de un prestador de último recurso, y la aparente necesidad en tal sentido en los sistemas bancarios corrientes es el resultado de la existencia de un banco central, y no su causa.

¹⁸ Recientemente, F. A. Hayek (1978, p. 102) ha considerado este punto, pero haciendo hincapié en que la razón de que los bancos comerciales se tornen dependientes del banco central para mantener su liquidez es el monopolio que éste ejerce sobre la moneda de curso legal, y no la centralización de las reservas bancarias. El monopolio de la moneda y la centralización de las reservas son, en realidad, por así decirlo, entradas que se corresponden en la misma hoja de balance. Por ejemplo, históricamente los bancos comerciales renunciaron a mantener reservas en metálico cuando el papel moneda emitido por el banco central (con los privilegios emergentes del monopolio ejercido por éste) adquirió curso legal para reembolsar los depósitos bancarios.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anderson, Annelise, "The Ruble Problem: A Competitive Solution", *Cato Journal* 12 (invierno de 1993): 633-49.
- Barro, Robert J., y Gordon, David B., "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy* 91 (agosto de 1983): 589-610.
- Brown, Pamela, "¿Constitución o competencia? Enfoques alternativos sobre reforma monetaria", *Libertas* 2 (mayo de 1985).
- Browne, Frank, y Cronin, David, "How Technology is Likely to Mould the Future Shape of Banking", *Irish Banking Review* (otoño de 1994): 3-29.
- Diamond, Douglas W. y Dybvig, Phillip H., "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91 (junio de 1983): 401-19.
- Dowd, Kevin, "Models of Banking Instability: A Partial Review of the Literature", *Journal of Economic Surveys* (abril de 1992): 107-32.
- , "Money and the Market: What Role for Government?", *Cato Journal* 12 (invierno de 1993): 557-76.
- Friedman, Milton, "Commodity-Reserve Currency". En: Friedman, Milton, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953.
- , *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York, 1960.
- , "Monetary Policy for the 1980s". En: Moore, John H. (ed.), *To Promote Prosperity*, Hoover Institution Press, Stanford, 1984.
- , y Schwartz, Anna J., "Has Government any Role in Money?", *Journal of Monetary Economics* (enero de 1986): 37-62.
- Gorton, Gary B., y Mullineaux, Donald J., "The Joint Production of Confidence: Endogenous Regulation and Nineteenth Century Commercial-Bank Clearinghouses", *Journal of Money, Credit, and Banking* 19 (noviembre de 1987): 457-68.
- Hanke, Steve H., Jonung, Lars, y Schuler, Kurt, *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform*, Routledge, Londres, 1993.
- Hanke, Steve H., y Schuler, Kurt, *¿Banco central o caja de conversión?*, Fundación República, Buenos Aires, 1991a.
- , "Keynes's Russian Currency Board". En: Hanke, Steve H., y Walters, Alan A. (eds.), *Capital Markets and Development*, ICS Press, San Francisco, 1991b.
- , "Currency Boards and Currency Convertibility", *Cato Journal* 12 (invierno de 1993): 687-705.
- Hayek, F. A., *Choice in Currency*, Institute of Economic Affairs, Londres, 1976.
- , *Denationalisation of Money*, 2ª ed., Institute of Economic Affairs, Londres, 1978.
- Hetzel, Robert L., "Free Enterprise and Central Banking in Formerly Communist Countries", Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review* (mayo/junio de 1990): 13-19.
- Levy, Steven, "E-Money (That's What I Want)", *Wired* (diciembre de 1994): 174 ss.
- Selgin, George A., *The Theory of Free Banking*, Rowman and Littlefield, Totowa N. J., 1988.
- , "Currency Reform: Is Freedom Enough?", *Cato Journal* 12 (invierno de 1993): 651-55.
- y White, Lawrence H., "How Would the Invisible Hand Handle Money?", *Journal of Economic Literature* 32 (diciembre de 1994): 1718-49.
- Smith, Vera [1936], *The Rationale of Central Banking*, Liberty Fund, Indianapolis, 1990.

- Timberlake, Richard H., "The Central Banking Role of Clearinghouse Associations", *Journal of Money, Credit and Banking* 16 (febrero de 1984): 1-15.
- Volcker, Paul, "The Role of Central Banks". En: *Central Banking Issues in Emerging Market-Oriented Economies*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, 1990.
- White, Lawrence H., *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press, Cambridge, Reino Unido de Gran Bretaña, 1984.
- , "Separating Bank and State in Africa". En: White, Lawrence H. (ed.), *African Finance: Research and Reform*, ICS Press, San Francisco, 1993.
 - , "La banca central: una recapitulación", *Libertas* 20 (mayo de 1994): 3-31.
 - , "Spending Money Freely", *The Freeman* (mayo de 1995): 296-99.
 - , *Free Banking in Britain*, 2ª ed., Institute of Economic Affairs, Londres. (En prensa.)