

LA BANCA CENTRAL: UNA RECAPITULACIÓN*

Lawrence H. White

I. Los riesgos prácticos de la banca central

Un banco central es una institución riesgosa. En mi análisis de los riesgos que entraña para los usuarios del dinero no me refiero al banco central de una nación determinada, pero tampoco excluyo a ninguna. El público argentino puede juzgar mejor que yo hasta qué punto se manifiestan esos riesgos en la experiencia de la Argentina con la banca central.

Con el término “banco central” designo a un *organismo monetario gubernamental*. Los bancos centrales modernos desempeñan, de modo característico, dos roles (lógicamente distintos): 1) regular políticamente los depósitos de los bancos privados; 2) ejecutar, como proveedores monopólicos de dinero de alta liquidez, la política monetaria del gobierno central. (1) En la primera parte de mi exposición demostraré que cada uno de estos roles trae aparejados riesgos importantes, haciendo especial hincapié en la política monetaria. (2) En la segunda parte, demostraré (que los servicios que proporciona el banco central pueden ser provistos con más eficacia por las instituciones privadas.

I. Los bancos centrales tienden a regular en forma inadecuada a los bancos comerciales

Un banco central es un organismo gubernamental burocrático y, como tal, funciona internamente como un imperio a la vez que está sometido a demandas externas de rentas.

Al decir que “funciona internamente como un imperio” me refiero a que sus autoridades principales pueden dirigirlo de acuerdo con sus propias preferencias, sin restricciones. El banco central no está sometido a la prueba de ganancia-o-pérdida que coarta a los empresarios en el mercado, como tampoco a ninguna supervisión efectiva por parte de la legislatura. De hecho, el poder ejecutivo y el legislativo respaldan a los expertos que han designado para ocupar los puestos directivos de la institución si éstos están convencidos de que proceden de la mejor manera posible. El banco central puede ignorar fácilmente las demostraciones teóricas de que sus políticas regulatorias no persiguen el interés

público. Como no existe un mecanismo automático para corregir las reglamentaciones inadecuadas, sólo una crisis puede obligar a sus funcionarios a modificar sus políticas.

Cuando hablo de “demandas externas de rentas” quiero decir, fundamentalmente, que los bancos comerciales requieren al poder legislativo o al banco central que les aseguren los privilegios legales con los cuales alcanzarán mayores ingresos (“rentas”) que los que obtendrían en un mercado abierto competitivo. Los siguientes son los métodos más comunes y obvios para crear rentas en la banca: 1) topes para las tasas de interés que los bancos pueden ofrecer legalmente para diversos tipos de depósitos, y 2) autorización de restricciones a la creación de nuevos bancos. Hay otros métodos que protegen a los bancos de la competencia, entre ellos: 3) la limitación del número o de la ubicación de las sucursales que pueden abrir los bancos autorizados, y 4) la prohibición, para aquellas firmas que no son bancos, de prestar los servicios bancarios tradicionales. Además, en algunos países, 5) el banco central puede otorgar préstamos a los bancos comerciales con tasas de interés menores que las que fija el mercado.

El cabildeo para obtener rentas bancarias es un proceso que consume recursos. Si su resultado es “satisfactorio”, tiene dos efectos: transfiere las rentas de los consumidores a los bancos existentes, porque las tasas de los depósitos son más bajas y las de los préstamos más altas de lo que serían en condiciones de libre competencia, y genera un desperdicio puro al bloquear los potenciales negocios. Como el proceso de descubrimiento empresario en la banca ha sido anulado, no es posible llegar a conocer la magnitud de las pérdidas que sufren los diversos consumidores y competidores excluidos, ni localizarlas con precisión. No existe el proceso competitivo de mercado, y por lo tanto no podemos; saber qué nuevas firmas habrían entrado en el mercado, qué nuevos servicios bancarios podrían haber introducido o cuánto podrían haber hecho bajar las tasas de interés (3). Las reglamentaciones destinadas a la creación de rentas benefician a los bancos existentes, pero no garantizan una industria bancaria sana; en realidad, tienen el efecto opuesto. Las restricciones a la competencia no pueden generar fuerza y estabilidad, porque desplazan del mercado a las instituciones sanas e impiden el ejercicio de prácticas saludables.

También es posible y se observa a veces otro tipo de demanda de rentas mediante la reglamentación bancaria: en lugar de que los bancos empleen la reglamentación para explotar a los consumidores, ciertos grupos de intereses especiales, o el propio gobierno, pueden tratar de obtener transferencias a expensas de los bancos. Diversos bancos centrales de todo el mundo, sometidos a presiones de carácter político, imponen reglamentaciones que obligan a los bancos a ampliar el crédito otorgado a la vivienda, al agro, a ciertas áreas geográficas o al gobierno, en mayor cantidad o más barato de lo que convendría a los intereses de sus accionistas. También en este caso se desperdician recursos en cabildeos, se transfiere la renta, se bloquean negocios que serían más beneficiosos y se impide el proceso de descubrimiento.

Aunque los consumidores de servicios bancarios no se benefician con ningún tipo de reglamentación, les resulta difícil defender sus derechos en las lides políticas. La búsqueda de rentas puede tener éxito, como lo afirman en general los economistas de la Función Pública, cuando las medidas reguladoras producen beneficios evidentes para algunos (por ejemplo, los banqueros), y sus cargas son imprecisas y están distribuidas ampliamente sobre un gran número de personas (por ejemplo, los consumidores de servicios bancarios). El típico beneficio potencial que obtienen los depositantes debido a un acceso más libre a la banca es pequeño si se lo compara con la típica pérdida potencial de rentas por parte de los bancos. En consecuencia, los depositantes no hacen cabildeos en procura de una entrada más libre, pero sí los hacen los bancos en contra de ella. La discreción del banco central acerca del alcance y de la aplicación de las reglamentaciones lo hace objeto de gran parte de los cabildeos. En su carácter de regulador, el banco central ocupa el tercer ángulo del “triángulo de hierro” formado por los beneficiarios de las reglamentaciones, el poder legislativo y la burocracia administrativa.(4)

He dicho que los bancos centrales tienden a regular en forma *inadecuada* a los bancos comerciales, ¿Es que acaso existe una reglamentación “adecuada”? Si: en mi opinión, cualquier reglamentación mediante la cual *el mercado*, y no una autoridad política, obligue a un banco a someterse, es adecuada. En la segunda parte de mi exposición analizaré este tipo de reglamentaciones instituidas por el mercado.

Por el momento, volvamos a la política monetaria.

2. El gobierno obtiene, a expensas del público, ganancias provenientes de la expansión monetaria

El banco central, en su carácter de agente gubernamental, obtiene ganancias de la producción monopólica de dinero de alta liquidez. La emisión monetaria arroja una ganancia, conocida tradicionalmente como “monedaje”, que equivale a la diferencia entre el valor de cambio del dinero producido y el costo de producirlo y mantenerlo en circulación. La ganancia depende de la situación monopólica del banco central porque en la industria monetaria, como en cualquier otra, la competencia reduce a cero la diferencia entre el ingreso marginal y el costo marginal.

Un banco central moderno que emite dinero *fiat*, es decir, no convertible en ninguna mercancía atesorada en forma de reservas, tiene un costo marginal de producción prácticamente igual a cero. En consecuencia, la ganancia anual del banco central, si no se toman en cuenta sus insignificantes costos de producción, es igual a la cantidad de nueva moneda que produce en un año, el cambio en la base monetaria que abarca su *stock* de pasivos monetarios, por lo general moneda corriente, más los depósitos de los bancos comerciales asentados en los libros del banco central.

La ganancia resultante de la emisión de dinero tienta a los gobiernos a expandir constantemente la base monetaria, y así lo han hecho universalmente, como lo demuestra la historia, aunque unos en mayor grado que otros. Pocos bancos centrales intentan literalmente *obtener el máximo de ganancia* a partir de la emisión de moneda, dado que los perjuicios ocasionados por una política semejante la hacen sin lugar a dudas demasiado impopular como para que pueda subsistir durante mucho tiempo (5). No obstante, considero que la única explicación coherente para el hecho de que un banco central expanda sin cesar su base monetaria, en lugar de contraerla o mantenerla constante, es la motivación de la ganancia.

Cuando esa expansión es de un 10 por ciento, *ceteris paribus*, cada unidad de la moneda disminuye a 10/11 de lo que antes representaba en el *stock* total, y su valor decrece en la misma proporción. De esta manera, la expansión monetaria impone un gravamen a los poseedores de dinero emitido por el gobierno, al mermar el poder adquisitivo de las unidades existentes. El gobierno percibe los ingresos provenientes de estos impuestos en forma de bienes y servicios, que compra con el dinero recién emitido. Como se trata de un gravamen relativamente encubierto, cuya recaudación no es coercitiva, goza de las preferencias de los gobiernos. A pesar de que el ciudadano advierte que el costo de vida sube más rápido que sus ingresos, no puede darse cuenta de que esto se debe a la expansión monetaria del gobierno. La recaudación no requiere el empleo de la fuerza ni sanciones de ninguna índole, sino sólo la coerción velada que preserva el monopolio del banco central.

En ocasiones, la impopularidad de la inflación o cualquier tipo de coacción (por ejemplo, los tipos de cambio fijos) limitan la tasa de la expansión monetaria; entonces, el banco central puede adoptar medidas que incrementan la ganancia real que obtiene a partir de una tasa dada de expansión monetaria. Puede aumentar la demanda real de su dinero a un índice de expansión o inflación determinado, o sea, reducir la elasticidad de su demanda con respecto a la inflación de precios, limitando la disponibilidad de sus sustitutos. Entre estas medidas se incluyen la exigencia de reservas sobre los depósitos bancarios, los límites a las tasas de interés pagadas sobre depósitos a la vista u otros sustitutos del dinero circulante y las restricciones a la adquisición o a la tenencia de monedas extranjeras o de metales preciosos. En consecuencia, los intereses fiscales del Estado pueden conducir, mediante la acción de la banca central, a formas de regulación financiera perjudiciales para los consumidores.

3. El gobierno puede sentir la tentación de utilizar la manipulación macroeconómica para obtener rédito político

Entre los riesgos del banco central a los que me he referido se encuentra el problema de que quienes lo controlan pueden tener objetivos que no se relacionan con el bienestar de

los atesores de dinero. He dicho que pueden usar el banco central como un medio para crear rentas o para obtener ingresos, y así lo hacen, pero esto no implica que sean malintencionados; sólo significa que se manejan con incentivos equivocados desde el punto de vista de los atesores de dinero. Planteo ahora un tercer problema: el gobierno puede tratar de usar la política monetaria del banco central como un medio para aumentar sus perspectivas de ser reelecto.

Se produce un “ciclo de negociación política” cuando: 1) el público vota a favor o en contra de las autoridades que están en ejercicio sobre la base de los niveles de desempleo o de inflación existentes en el día de las elecciones; 2) el banco central tiene el poder de trasladar temporariamente la economía, mediante una inflación sorprendentemente elevada, a lo largo de la curva de Phillips para el corto plazo, hasta llegar a una combinación de desempleo e inflación más favorable; y 3) las autoridades políticas en ejercicio, que aspiran a ser reelectas y reconocen las características del medio, se valen del banco central para estimular la economía en vísperas de la elección. En tales circunstancias el banco central, en procura de ventajas políticas, crea deliberadamente un *shock* macroeconómico “positivo” cuyo efecto colateral será el deterioro de la estabilidad y de la salud de la economía en el largo plazo. De hecho, se conocen casos en los cuales el banco central ha acelerado la expansión económica por mandato gubernamental (por ejemplo, de la Reserva Federal de los Estados Unidos para la campaña de reelección del presidente Nixon en 1972).

Así, si el ciclo de negociación política se lleva a cabo de manera consecuente, el público pronto llegará a conocerlo. Observará periódicamente, en cada año electoral, un aumento del índice de inflación, manejado por el partido político gobernante para lograr una reducción temporaria del desempleo. Este hecho pronto contribuirá a formar las expectativas inflacionarias de la gente, que determinan la posición de la curva de Phillips para el corto plazo. En otras palabras, según las expectativas racionales la forma simple de la teoría no puede sostenerse.(6) Para estimular la economía, la política monetaria expansionista no debe ser totalmente previsible. Las opciones que tiene en perspectiva el banco central en relación con la política económica deben estar rodeadas de cierta incertidumbre, para lo cual es condición suficiente que todavía no se conozcan perfectamente las preferencias inflacionarias (presentes o futuras) de sus autoridades. En muchos casos los bancos centrales se muestran decididos a prolongar el período de incertidumbre manteniendo en secreto sus intenciones respecto de la política monetaria que van a llevar a cabo en el futuro.

Si la gente no se deja engañar por el banco central -si conoce suficientemente sus preferencias inflacionarias y la pendiente de la curva de Phillips para el corto plazo (y, en consecuencia, hasta dónde puede llegar el banco a lo largo de cualquier curva de Phillips para el corto plazo, cambiando mayor inflación por menor desempleo)-, el ciclo de negociación política se transforma en una trampa, en la cual el banco central está

obligado a crear inútilmente una inflación elevada.(7) Un público informado y pesimista sabe que debe esperar una inflación elevada ya que, de otro modo, el banco central trataría de reducir el desempleo generándola en forma sorpresiva. Puesto que la gente espera un índice inflacionario alto, el banco central se ve forzado a producirlo; cualquier índice menor originaría la elevada tasa de desempleo que se asocia con una inflación extraordinariamente baja. Queda atrapado por su propia discreción, incapaz de comprometerse por anticipado, en forma verosímil, a mantener un índice inflacionario bajo.

4. La política económica tiende a ser esencialmente errática y destructiva

Uno de los riesgos prácticos de la política económica del banco central es el problema, profundamente enraizado, de la ausencia de incentivo (es un “agente”). Y hay otro, tal vez más arraigado aun, originado por una falta de conocimiento. Supongamos que fuera posible, por fantástico que parezca, eliminar todos los problemas emergentes de la falta de incentivo, de modo que el banco central eligiera siempre la política que elegiría por sí mismo un atesorador de dinero típico. Todavía persistiría la dificultad de saber qué variaciones en la cantidad de dinero resultarían apropiadas en cada momento en una economía cambiante. Lo lamentable de la cuestión es que el banco central carece esencialmente del conocimiento necesario para evitar errores en la oferta de dinero (8). Hayek (1978, p. 98) ha observado que la política monetaria del banco central constituye un intento de planificar el mercado del circulante, intento que no puede tener éxito: “Un organismo monopolista único no puede poseer la información que permite determinar la oferta de dinero, y si supiera lo que debe hacer en beneficio del interés general, habitualmente no estaría en posición de actuar de ese modo”.

En una empresa que produce un bien de consumo común, por ejemplo, zapatos, el gerente determina la cantidad que se va a lanzar al mercado con referencia al margen de ganancia de la firma. La diferencia entre los precios corrientes de los insumos (trabajo, máquinas, cuero, cola) y del producto terminado (zapatos) le informa en todo momento acerca de cuándo debe aumentar o disminuir la oferta. El presidente de un banco comercial actúa de la misma manera. Los rendimientos corrientes de los depósitos que recibe el banco (*inputs*) y los préstamos y otros activos (*outputs*), y el estado actual de las reservas del banco en relación con su probable pérdida de reservas (y, por lo tanto, del rédito implícito de éstas) le permiten saber permanentemente cuándo ampliar o reducir el balance. En el caso del banco central la situación es muy diferente. Ya hemos visto que, debido a un problema de falta de incentivo, al banco central no le conviene regular la producción de dinero *fiat* para llevar las ganancias hasta el máximo. Es un ente monopolista que goza de protección legal, y como tal querría elegir un “precio” (en este caso, un índice de inflación) demasiado alto y, de manera correspondiente, una cantidad de producción (balances monetarios *reales*) demasiado pequeña para servir de la mejor manera posible a los intereses de los consumidores. Supongamos que en un régimen monetario con dinero

fiat (inconvertible) la política ideal del banco central implica ajustar cuantitativamente la base monetaria a las variaciones en la cantidad demandada. El banco central trataría de preservar el equilibrio monetario, evitando cualquier exceso en la demanda o en la oferta de la base monetaria. (En este ejemplo no es necesario determinar si esa política ideal implica un nivel de precios estable o uno en lenta disminución (9). Aquí surge el problema de la falta de conocimiento, porque el banco central no tiene un indicador permanente de las variaciones en la cantidad demandada de la base monetaria, o un medio de conocer clara e inmediatamente los errores en la oferta de dinero. La base monetaria no tiene un único precio significativo que le sea propio. El precio nominal de una unidad de la base monetaria es siempre uno, puesto que la unidad monetaria es la unidad de cuenta. Sólo es posible calcular su precio relativo (o poder de compra) en forma imperfecta invirtiendo el conjunto de todos los precios monetarios de los bienes y servicios de la economía, y, como se sabe, la oferta excesiva de dinero eleva los precios monetarios en su conjunto sólo después de “una demora prolongada y variable”. Esencialmente, el rendimiento nominal de la base monetaria es igual a cero, y de todos modos no es potencialmente una fuente de retroalimentación, porque está controlada por el banco central. Las variaciones en las tasas de interés de los activos no monetarios sólo reflejan indirectamente y en forma muy parcial los desbordes ocasionados por el exceso de demanda o de oferta de la base monetaria. También las variaciones en el tipo de cambio son señales ruidosas e imperfectas, que no sólo implican especulación acerca de la futura política monetaria sino también reflejan el punto de vista del mercado acerca de la política actual.

Un banco central que mantiene la convertibilidad de su moneda -en oro u otra divisa- no puede eludir totalmente los problemas emergentes de la falta de conocimiento). Puede regular el volumen de sus obligaciones a pagar, tal como lo hace un banco comercial, de acuerdo con sus reservas, aunque esencialmente tiene un incentivo menor para mantener un nivel adecuado de reservas puesto que, en la práctica, si no cumple su obligación de respetar la paridad de cambio, las sanciones que le caben son menores. En el límite, puede permitir pasivamente que el mercado determine el volumen de sus obligaciones a pagar, manteniendo una proporción de reserva marginal fija que puede ser de un 100 por ciento. Finalmente, cualquier exceso en la oferta de sus pasivos exigirá ser convertido, forzándolo a modificar su política (o a suspender la convertibilidad). El problema de la falta de conocimiento subsiste porque el banco central no sufre la pérdida de reservas ocasionada por una oferta excesiva de sus pasivos tan rápido como un banco comercial. Como lo demuestra la experiencia histórica con respecto a la banca central durante la vigencia del patrón oro y en la época de Bretton Woods, la corrección sólo se lleva a cabo después que el exceso en la oferta de dinero ha creado, con una demora prolongada y variable, un drenaje externo de las reservas del banco central al desalinearse los precios internos con los precios externos. La expansión, y la contracción que la sigue, pueden ser lo bastante importantes como para regir el auge y la caída del ciclo comercial.

5. La solución satisfactoria no es la “independencia” ni una “regla monetaria”

La “independencia” teóricamente aísla al banco central de las presiones políticas partidarias, atenuando los problemas de falta de incentivo asociados con la ganancia proveniente de la expansión monetaria y del ciclo comercial político. Ahora bien, sería ilusorio pensar que un banco central pueda ser verdaderamente apolítico, si se considera que ha sido creado por una ley y que su mandato debe ser ratificado en todo momento por el gobierno. En ningún caso la independencia puede obligarlo a servir a los intereses de los atesores representativos de dinero, así como a resolver el problema de la falta de conocimiento, o sea la dificultad de descubrir qué implica este servicio.

Una “norma monetaria” es una disposición del banco central que especifica su política monetaria. El fundamento de una norma monetaria, por ejemplo, el fundamento monetarista de una norma que prescriba el aumento gradual y constante de un agregado monetario, consiste en que limitará la magnitud de los errores en la oferta de dinero por parte de un banco central inevitablemente enfrentado al problema de la falta de conocimiento. Al respecto podría ser beneficiosa la promulgación de una norma restrictiva para el banco central, pero a lo sumo es una medida secundaria. La mejor manera de resolver el problema de los errores en la oferta de dinero sería abolir el banco central y permitir la acción de un sistema monetario de mercado libre, tal como lo describiremos en la segunda parte de nuestra exposición. Además, una norma monetaria prescriptiva de la política que debe implementar el banco central tiene el defecto de que no parece ser duradera desde punto de vista político. Al instalar a una burocracia cuyo único interés reside en ampliar los alcances de su autoridad, lleva en sí el germen de su propia destrucción. Los funcionarios del banco central atacarán permanentemente, de palabra y de hecho, cualquier norma que tenga carácter obligatorio, y sus expertos asegurarán que es demasiado restrictiva como para permitirle al banco hacer todo el bien de que es capaz, oponiéndose a todas las tentativas de responsabilizar a la institución por las violaciones a esa regla.

II. La injerencia gubernamental no es necesaria para asegurar el buen funcionamiento de un sistema monetario

El sistema monetario de mercado libre constituye la alternativa fundamental al régimen de la banca central y de las restricciones legales, pleno de riesgos. No puedo enumerar aquí en detalle todos los rasgos institucionales de un sistema monetario de mercado libre. La razón fundamental no es el tiempo limitado de que dispongo, si bien esto constituye un impedimento, sino el hecho de que no se puede saber con exactitud lo que puede hacer un mercado libre de trabas. Las instituciones monetarias del mercado libre se desarrollarán con el transcurso del tiempo en formas imprevistas. Esto no constituye la debilidad del *laissez-faire*, sino su fuerza. El mercado libre tiene la virtud de que los empresarios

pueden innovar, y lo hacen. Las firmas competidoras buscan y descubren nuevos productos, así como nuevas maneras de prestar servicios a los consumidores que sean aceptadas y resulten lucrativas. En lo que respecta a la producción de dinero, el proceso competitivo es tan útil como lo es en la producción de cualquier otro bien. De hecho, para la plena realización de las ventajas del intercambio monetario es esencial que exista competencia. Hayek (1978) puntualizó que *únicamente* mediante el proceso competitivo podemos descubrir qué clase de dinero será más conveniente para los usuarios, y cuál será la mejor manera de proveérselo. Esta defensa del mercado monetario libre bastará para los partidarios del funcionamiento irrestricto del mercado, pero los escépticos y los funcionarios de la banca central necesitan mucho más que esto. Afortunadamente, podemos realizar un análisis más profundo de la lógica económica del intercambio monetario, podemos hacer lo que Hayek ha denominado “predicciones modelo” y confrontarlas con la evidencia histórica para esclarecer mejor las propiedades de la economía monetaria de mercado libre. De aquí en adelante examinaré algunos rasgos propios del sistema monetario del *laissez-faire* que tienen precedentes históricos y comentaré, a medida que avance en mi análisis, las implicancias de las justificaciones clásicas de la injerencia gubernamental en la economía monetaria. Demostraré que el mercado libre permitiría un sistema de pagos caracterizado por los bajos costos de las transacciones, por la eliminación del pánico financiero y de otros hipotéticos problemas de externalidades, y por la estabilidad macroeconómica. Señalaré cuáles son los puntos en los que mi enfoque difiere del de otros partidarios del *laissez-faire* monetario

1. Una unidad monetaria común prevalecería aun en ausencia de leyes de curso legal o de curso forzoso

El dinero tuvo su origen, como lo demostró Carl Menger (1892), en el hecho de que los comerciantes comenzaron a utilizar como medio de intercambio, en su propio interés, aquellos bienes más aceptados por los que hacían intercambio con ellos. La comerciabilidad de un bien determinado se refuerza porque el conocimiento de que un gran número de comerciantes lo aceptan lo hace más útil como medio de intercambio para cualquier otro comerciante. En cada economía, el proceso de mercado elevó al *status* de moneda, o sea, el medio de intercambio aceptado en general, a un bien único, entre la multiplicidad de medios de intercambio que surgieron con el trueque. De esta manera, en diversas economías de todo el mundo emergieron espontáneamente como monedas distintos bienes, especialmente el cobre, la plata y el oro. A medida que estas economías comenzaron a relacionarse comercialmente, las monedas metálicas fueron prevaleciendo sobre las demás, hasta que el oro alcanzó el predominio sobre los otros metales y se convirtió en la moneda internacional.

Menger afirma que no hace falta una disposición gubernamental para establecer un medio de intercambio común. La lógica de su teoría refuta el punto de vista de varios economistas modernos según el cual el mercado falla en proveer un uso suficientemente

común a la moneda, porque cualquier comerciante otorga a otros beneficios externos pertinentes (no-apropiados) mediante el uso de un medio de intercambio común (10). Una moneda común produce beneficios sociales, pero la teoría de Menger demuestra que no existe divergencia entre lo que es más beneficioso para la sociedad (el uso del medio de intercambio que más favorecen los potenciales participantes en la transacción) y lo que es más beneficioso para cada comerciante individual. El beneficio otorgado a otros mediante el uso de un mismo medio de intercambio no es externo en el sentido en que lo sería, por ejemplo, la emisión de una señal televisiva, que se difunde a todos en general. Es un ahorro de los costos de transacción que alguien confiere únicamente a aquellos que comercian con él, y por lo tanto puede compartirlo con ellos (tener propiedad privada) por lo menos en parte. El hecho de que las diversas economías adopten espontáneamente una moneda común indica que los beneficios privados provenientes del ahorro en los costos de las transacciones son suficientes como para inducir a los comerciantes a integrar un sistema monetario común. La misma lógica rige la aparición de una *unidad* monetaria común. Los vendedores y los compradores hacen naturalmente ofertas y propuestas (determinan precios) en diversas cantidades del bien que actúa como moneda hasta que llegan a establecer, para conveniencia de todos, una cierta unidad de peso o de volumen para medir las distintas cantidades de ese bien. Esa unidad común puede ser una moneda que ya goce de popularidad (como el dólar español) o una simple unidad de peso de metálico (por ejemplo, la libra esterlina). No hace falta ninguna disposición gubernamental para establecerla, como no hace falta para establecer una medida común para el trigo o un idioma común. Cuando las cortes del *common-law* debían decidir cuántos granos de plata, y de qué ley, satisfacían la obligación contractual de librar un “dólar” (lo mismo valía para cualquier otra unidad monetaria), podían atenerse a las costumbres comerciales establecidas, y de hecho lo hacían. En el procedimiento fijaban patrones legales para la unidad monetaria con tanta precisión como lo requerían los comerciantes. Hace casi un siglo dijo un autor inglés: “El derecho contractual común hace todo lo necesario, sin ninguna ley que asigne funciones especiales a determinadas formas del dinero circulante”(11). No es preciso que el gobierno defina arbitrariamente, para beneficio del comercio, lo que es el “curso legal”, ni mucho menos que establezca restricciones legales que limiten la libertad de elegir entre los diversos medios de intercambio.

La lógica de la convergencia monetaria espontánea indica que en un mercado libre no existirá una confusa variedad de unidades monetarias. La “desnacionalización de la moneda” difícilmente podrá dar lugar a la situación que vislumbra Hayek (1978, pp. 42-50), en la cual una media docena de unidades monetarias independientes, o un número mayor aún, circularían paralelamente con un valor relativo fluctuante. Por el contrario, debe esperarse el surgimiento y la permanencia de un único patrón monetario digno de confianza. Cuál será su carácter en un mercado futuro dependerá del camino que siga el sistema monetario. Si se suprime el banco central congelando la base monetaria, perdurará la unidad de dinero *fiat* (cuyo poder de compra será ahora más confiable porque

se habrán eliminado los *shocks* de oferta). Si se redefiniera la unidad monetaria establecida como una unidad de oro, y el banco central rescatara su pasivo con oro, perduraría el patrón oro. Asimismo, si la unidad monetaria establecida fuera redefinida como equivalente de una unidad monetaria extranjera *fiat*, y el banco central rescatara con ella su pasivo, esta divisa perduraría como patrón monetario. Si se redefiniera la unidad monetaria como un conjunto de bienes, según lo propuesto por Greenfield y Yeager (1983), posiblemente perduraría éste como patrón, pero eso es menos seguro.

2. Aunque el gobierno no emita dinero, los medios de intercambio deben ser estandarizados con respecto a la unidad de cuenta

La existencia de un patrón monetario único no implica que deba haber un solo emisor de moneda, así como la medida estándar de los ladrillos para la construcción no significa que haya un solo fabricante, o una norma única para la transmisión por televisión no quiere decir que exista un solo productor. De hecho, muchos productores compiten para ofrecer marcas de productos que se adecuan a una pauta común. En lo que respecta a la moneda, la unidad de un patrón monetario denomina diversas marcas de moneda corriente y de cuentas transferibles.

Los productores de dinero-los bancos, y también las casas de moneda cuando rige un patrón metálico- pueden diferenciar sus marcas de distintas maneras para ofrecer diversos servicios a los usuarios cuyas preferencias son diferentes. En la actualidad, la competencia entre los bancos, que ofrecen a los consumidores diferentes marcas de depósitos, permite gozar de beneficios que contrastan con el servicio deficiente que se les presta cuando los depósitos bancarios están nacionalizados. Tampoco se tienen presentes las ventajas de la competencia para los ofertantes de dinero, que son también muy reales. Los bancos competidores se esfuerzan para hacer que sus cuentas de depósitos transferibles resulten atractivas, en los aspectos relacionadas con el precio (rendimiento) y en los que no lo están (servicio). Asimismo, las firmas competidoras rivalizarán en el ofrecimiento de beneficios si surge una manera conveniente de pagar intereses sobre el dinero que circula de mano en mano; sea como fuere, competirán en lo que respecta a los aspectos no relacionados con el precio, y ofrecerán una convertibilidad fácil, formas y tamaños convenientes, colores atractivos, seguros contra falsificaciones y un conjunto ventajoso de valores nominales. Únicamente cuando predomina un sistema de libre competencia las fuerzas que actúan en el mercado aseguran que el dinero que obtengan los diversos consumidores tendrá las características que éstos requieren. Por el contrario, una casa de moneda o un banco que tengan el monopolio de la emisión carecerán de incentivos para satisfacer las preferencias del consumidor promedio, sin mencionar las de los grupos minoritarios. En lo que respecta a la producción de dinero, el monopolio gubernamental no asegura una mayor calidad, sino que la hace imposible.

Ya hemos dicho que tanto los que defienden un sistema monetario policéntrico como los que lo critican imaginan que existirán en él diversas marcas de dinero que competirán entre sí, con tipos de cambio fluctuantes. Incluso si predomina una única unidad monetaria, como considero que ocurrirá, hay quienes piensan que las diversas marcas de billetes y depósitos serán intercambiadas con descuentos que reflejarán los diferentes costos de transporte y los riesgos de insolvencia que se asocian con su conversión a la moneda patrón. En realidad, cabría esperar que casi todos los billetes y depósitos circularan y fueran aceptados por todos los bancos a la par, es decir, sin descuento alguno. Los fundamentos de esta aceptación a la par pueden explicarse de dos maneras diferentes.

En primer lugar, si los bancos se negaran mutuamente a aceptar los billetes y los depósitos de otros bancos, este negocio quedaría librado a las casas de cambio, que cobrarían comisiones o harían descuentos para cubrir sus costos, entre ellos el de llevar un inventario de los billetes y los depósitos. Como lo demuestra la experiencia histórica, remitiéndonos al caso del banco Suffolk, de Boston, a principios del siglo XIX, es más conveniente para los bancos ocuparse ellos mismos de ese negocio. La competencia anulará los descuentos, porque en el banco que realice el intercambio el costo de sus propios billetes no emitidos y de sus depósitos será igual a cero. El intercambio monetario favorece al banco porque le permite tener en circulación un mayor número de sus propios billetes y depósitos.

En segundo lugar, si dos bancos llegan a un acuerdo por el cual cada uno de ellos acepta a la par los billetes y los depósitos del otro, ambos podrán aumentar la circulación de sus pasivos, y de este modo conseguirán atraer más clientes. Los beneficios provenientes de los acuerdos de aceptación a la par sólo alcanzaran su plenitud cuando todos los bancos de un mismo territorio pertenezcan a un sistema único de aceptación a la par. La evolución de este sistema puede verse hoy en día en los Estados Unidos, donde la instalación de cajeros automáticos ha llevado en poco tiempo a la formación de redes privadas en las cuales los clientes de cualquiera de los bancos de la red pueden utilizar los cajeros automáticos de los demás bancos que la integran. Al principio estas redes abarcaban una sola ciudad; después, una región; ahora cubren todo el país y pronto se extenderán al mundo entero.

La cámara compensadora constituye la materialización institucional de este sistema de aceptación a la par; por su intermedio los bancos que integran la red compensan diariamente sus demandas acumuladas contra los otros bancos. En un sistema bancario libre los bancos participantes organizarán la cantidad de compensación privada como una empresa de riesgo colectivo, o como un “club”. Esta entidad manejará eficientemente el *clearing* y las liquidaciones interbancarias, tal como lo hacen en la actualidad las cámaras compensadoras en Canadá, en Nueva York (donde compiten entre sí el sistema CHIPS de la New York Clearing House y el sistema Fedwire de la Reserva Federal) y en otros

lugares. Más adelante me referiré a los demás roles que desempeña la cámara compensadora.

3. Los medios fiduciarios que ponen en circulación los bancos competitivos sirven para realizar el grueso de los servicios de pago ordinarios

La reserva bancaria fraccionaria no es, a diferencia de lo que piensan los modernos defensores de una reserva del cien por ciento (Rothbard, 1962, 1983; Block, 1988), inherentemente fraudulenta o impracticable.

A menos que un banco contraiga la obligación contractual de tener una reserva del cien por ciento, o simule que la tiene, la tenencia de reservas fraccionarias no implica violación de contrato o fraude. Históricamente, un billete de banco común no hace referencia alguna a la política que sigue la entidad que lo emite con respecto a la tenencia de reservas; en consecuencia, no constituye un “recibo de depósito” ni establece un contrato de depósito. El verdadero contrato que figura impreso en el anverso del billete únicamente obliga a la entidad emisora a “pagar al portador y a la vista” cierto número de unidades de la moneda, y sólo puede ser violado si esa entidad rehúsa efectivamente su cumplimiento. La prohibición legal de que los bancos mantengan de mutuo acuerdo reservas fraccionarias es incompatible con la libertad de contrato (12). Por supuesto, en un sistema bancario libre los bancos pueden hacer arreglos sobre las condiciones de los depósitos monetarios con los clientes que los soliciten.

Históricamente, estos arreglos no parecen haber sido muy solicitados, seguramente porque un banco cuyos depósitos o billetes tienen una reserva del cien por ciento no puede ofrecer intereses ni servicios exentos de pago; en realidad, debe cobrar derechos por el depósito, la tenencia y el retiro de dinero para cubrir sus costos operativos.

La reserva bancaria fraccionaria puede ponerse en práctica porque no todas las demandas de pago contra un banco se presentan simultáneamente. Mises ha señalado (1981, pp. 299-300) que no es necesario que las demandas sobre la base monetaria, como los billetes de banco o los depósitos transferibles, se hagan efectivas para que presten utilidad a sus tenedores, porque en sí mismas constituyen medios de intercambio. Un banco que posea una reserva fraccionaria sólo necesita, para llevar a cabo sus operaciones, que ésta sea suficiente como para cubrir la proporción de demandas que realmente deben hacerse efectivas en cada período (neta de los derechos que se tengan sobre otros bancos durante el período y se puedan utilizar para compensar las demandas de los otros bancos).

Mises menciona dos de los beneficios principales del sistema de reservas bancarias fraccionarias cuando existe un patrón monetario: 1) En una comunidad donde se usan voluntariamente “medios fiduciarios”, o sea, billetes o depósitos que exceden el monto de las reservas monetarias, se pueden sustituir ventajosamente los metales preciosos, que son

caros, por medios de intercambio tales como papeles o asientos contables. Muchas personas (es posible que casi todas) preferirían contar con los intereses y los servicios provistos por una entidad bancaria con reservas fraccionarias en lugar de la onerosa seguridad que significa una reserva del cien por ciento. La comunidad que utiliza medios fiduciarios posee un capital productivo adicional, representado por los activos rentables que reemplazan a las reservas en los balances bancarios. 2) Una economía que utiliza medios fiduciarios es menos vulnerable a los *shocks* producidos por la demanda de dinero, puesto que al ampliar su *stock* de esos medios para enfrentar los aumentos súbitos de la demanda, evita la desorganización asociada con el alza repentina de la unidad monetaria y los costos emergentes de la introducción urgente de mayor cantidad de dinero-mercancía.(13)

4. La cámara compensadora puede regular la solvencia y la liquidez de los bancos participantes

Un argumento común en apoyo de la regulación bancaria se fundamenta en el problema de la asimetría de la información. Se alega que un cliente potencial de un determinado banco no puede tener la seguridad de su solvencia o de su liquidez, puesto que carece de los medios para controlar la cartera de ese banco.

Cada uno de los clientes puede tratar de aprovechar los controles realizados por otros. Los bancos sometidos a un control insuficiente enfrentan un riesgo excesivo. La solvencia y la liquidez de los bancos deben ser reguladas por una tercera entidad, en beneficio del interés público.

Hasta aquí, por extraño que parezca, estoy de acuerdo con el argumento. Sin embargo, se produce un *non sequitur* cuando quienes lo sustentan asignan al gobierno el papel de regulador. En un contexto caracterizado por la asimetría de la información, los bancos deben, en su propio interés, proporcionar al público evidencias confiables de su solidez. Si no lo hacen, los potenciales clientes evitarán trabajar con ese banco o lo abandonarán. Pero, ¿cómo puede un banco proporcionar evidencias confiables si lo que le interesa obviamente es dar una impresión exagerada de su propia solvencia? Hace falta una tercera entidad, cuyo papel ha sido desempeñado históricamente por la cámara compensadora, aunque no forma parte de sus atribuciones originales.

Primitivamente, la cámara compensadora se encargaba de certificar la solvencia y la liquidez de los bancos participantes en el sistema, pero no lo hacía en beneficio del público sino porque cada uno de esos bancos quería tener la certeza de que los demás - cuyos pasivos habían sido aceptados a la par- no dejarían de cumplir sus obligaciones en la próxima sesión de *clearing*. Únicamente los bancos solventes y que disponen de suficiente liquidez pueden ser miembros del sistema de compensación bancaria, en defensa de los intereses de las entidades participantes; los bancos inseguros quedan

excluidos. En consecuencia, la solvencia de un banco queda suficientemente certificada por su pertenencia a una asociación de compensación bancaria. Las entidades privadas de compensación han introducido históricamente normas para determinar la suficiencia y la liquidez del capital, y métodos de control tales como los informes sobre los balances y el examen realizado por bancos externos.(14)

Como los bancos participantes del sistema pueden avenirse voluntariamente a la regulación efectuada por la cámara compensadora, ésta no sobrepasa sus límites. No persigue la búsqueda de rentas ni cae en otras formas de regulación inadecuada como aquellas a que hice referencia al comienzo de mi exposición.

5. Las corridas y el pánico dejan de ser un problema

Diamond y Dybvig (1983) formalizaron el argumento a favor de la garantía de los depósitos, o del recurso al gobierno, en última instancia, para que actúe como prestador. Según su modelo de depositario con reserva fraccionaria, el montaje de una corrida bancaria es un “equilibrio de Nash”. Desde un punto de vista particular, es lógico que un depositante corra (o sea, reclame la devolución inmediata y total de su depósito) cuando todos los demás lo hacen, aunque no necesite imperiosamente los bienes depositados. Basta que la gente crea que un hecho casual cualquiera, por insignificante que sea, puede causar una corrida, para que inevitablemente la cause. Si se generalizara la creencia de que las manchas solares desencadenan corridas bancarias, esto ocurriría con toda seguridad.

Estas inferencias del modelo de Diamond-Dybvig son incompatibles con lo que se observa en los sistemas bancarios libres. Si bien es muy posible que se produzca una corrida contra un banco en particular, esto tiende a ocurrir únicamente cuando se sospecha que el banco es insolvente, en particular cuando no forma parte del sistema de compensación o acaba de ser excluido de él. Normalmente los clientes del banco en cuestión transferirán sus saldos a otros bancos que consideran seguros, y por lo tanto el sistema bancario en su conjunto no resulta amenazado. Un banco se contrae y los otros se expanden.

No obstante, en opinión de algunos autores y reguladores políticos, las corridas bancarias son intrínsecamente “contagiosas”. Según ellos, las quiebras bancarias tienden a producirse en masa, dado que la corrida contra un banco genera el pánico, inspira temores que terminan por cumplirse e instiga más corridas, aun contra bancos solventes. La gente guarda su dinero en lugar de transferirlo a bancos más seguros, y esta situación obliga a contraerse al sistema bancario en su totalidad, lo cual tiene graves consecuencias. El modelo de Diamond y Dybvig, tomado como ejemplo del sistema bancario (aunque solo representa un depositario único), sugiere que el pánico es inevitable si no existe garantía de los depósitos.

En realidad, si se consideran históricamente todos los sistemas bancarios con reserva fraccionaria, no se observan episodios de pánico. Durante los dos últimos siglos lo hubo ocasionalmente en los Estados Unidos y en Inglaterra, pero no en los sistemas bancarios de Canadá o de Escocia. La hipótesis de que una corrida es inherentemente contagiosa queda desvirtuada por la experiencia de estos sistemas y de otros. Al realizar un análisis se descubrió que en los dos países mencionados en primer término la quiebra de un banco indicó la existencia de dificultades en otros, y las corridas fueron contagiosas porque todos los bancos resultaban debilitados de la misma manera por las restricciones legales. En Canadá y en Escocia, cuyos sistemas bancarios gozaban de mayor libertad, no se produjo un debilitamiento artificial y no hubo efectos de contagio. No hay motivo para el pánico en los países cuyos bancos pueden crearse una reputación independiente, capitalizarse en forma adecuada y diversificar sus activos (tal como pudieron hacerlo en Canadá y en Escocia, pero no en los países vecinos más al sur), y adoptar otras medidas destinadas a desalentar las corridas.(15)

Desde un punto de vista teórico general, en un sistema de *laissez-faire* no pueden perdurar los acuerdos bancarios que entrañan el riesgo de que se produzca una corrida (como el que analizaron Diamond y Dybvig), porque se dispone de acuerdos alternativos con los cuales eso no ocurre. De modo más específico, el dinero que un banco emite no debe consistir necesariamente en títulos de deuda, reembolsables a su presentación, cuyo régimen de pago sigue un orden secuencial (se paga primero al que llega en primer lugar) y para los que cabe la posibilidad de que los últimos reclamos no puedan ser satisfechos. Por el contrario, las cuentas de pago pueden estar estructuradas en forma de derechos sobre el patrimonio neto, al modo de los fondos mutuales del mercado monetario, que no están sujetos a corridas porque el fondo que los emite no puede tornarse insolvente. Otro tipo de acuerdo es que el dinero que el banco emite esté sometido a una “cláusula de opción” contractual que le permita a aquél suspender temporariamente su rescate (pero con una compensación tan ventajosa para el tenedor que el banco sólo suspenda el pago ante la inminencia de una corrida). O bien un banco puede comprometerse de manera verosímil a rescatar la totalidad de su pasivo monetario mediante una cantidad suficiente de activos líquidos gravados con una obligación colateral, o con acciones de pago diferido. Sólo el mercado tiene la última palabra sobre cuál de estas técnicas, y probablemente de otras que no he mencionado, es la más eficaz.

6. La cámara compensadora puede hacer frente a la necesidad (muy escasa, prácticamente inexistente) de un “prestador en última instancia”

Según uno de los argumentos principales en favor de la existencia de la banca central (Goodhart, 1988, cap. 7), un organismo gubernamental debe desempeñar el papel de “prestador en última instancia”, o sea, hacer préstamos a los bancos que experimentan una iliquidez temporaria. No obstante, el rescate de un banco que merezca que se le preste

ayuda debe dejar cierta ganancia. Por lo general, si el banco es digno de crédito puede recurrir al mercado de préstamos interbancarios. Los partidarios de la banca central sostienen que en una situación de pánico financiero ese mercado se agota, pero, como ya lo he dicho, con un régimen bancario libre no hay motivo alguno para que cunda el pánico. Ahora bien, ¿qué ocurriría si de todos modos se produjera esa situación? Como lo muestra la experiencia de los Estados Unidos en el siglo pasado (donde el pánico se desató a causa de las restricciones legales), la cámara compensadora puede garantizar los préstamos interbancarios u otorgar préstamos por su propia cuenta (16). Tal como lo afirma Goodhart (1988, p,102), los préstamos que se solicitan en última instancia pueden requerir una respuesta “inmediata en condiciones de información severamente restringida”, pero precisamente la cámara compensadora cuenta con la información necesaria debido a que controla constantemente la solvencia de las entidades bancarias.

7. La cantidad de dinero debe autorregularse

Sólo puedo hacer aquí una breve descripción del modo como un sistema bancario libre regula automáticamente la cantidad de dinero de la economía. (Para más detalles véase Mises [1966, pp. 434-439], White [1984, cap. 1] y Selgin [1988, caps. 3-9].) Los economistas están familiarizados con la autorregulación de la cantidad de dinero en un sistema monetario puramente metálico, en el cual opera un mecanismo semejante al mecanismo de ajuste de David Hume según el cual el flujo de dinero tiende a igualar los precios internacionales. Un *stock* monetario excesivo en una nación adherida a un patrón monetario internacional (o que tiene tipos de cambio fijos) favorece (como lo explica la versión moderna de la teoría de Hume) una salida de dinero a medida que el exceso de éste se gasta en bienes importados y en activos financieros. Esta salida no sólo es indicadora del exceso de *stock* monetario sino que lo corrige, y se detiene cuando la distribución del dinero entre las naciones vuelve a corresponder a la demanda monetaria.

De manera similar, cuando un banco que adhiere a un patrón monetario común emite una cantidad excesiva de billetes o de depósitos, se promueve una pérdida de reservas a medida que el exceso de dinero pasa a los clientes de otros bancos, es depositado en esas entidades y regresa para ser rescatado a través de la cámara compensadora. La pérdida de reservas no sólo es indicativa del exceso de emisión, sino que también obliga al banco responsable de ella a corregirla. Para detenerla (dado que, en la medida en que se prolongue, representa un riesgo cada vez mayor de bancarrota) el banco debe reducir el monto de sus pasivos monetarios hasta equiparlos con la cantidad demandada por el público.

Las inquietudes de Friedman (1960) con respecto al carácter endémico del exceso de emisión y las de Rothbard (1970, pp. 850-54), que considera que *toda* emisión de medios fiduciarios debe ser un factor de desequilibrio, se disipan cuando se llega a comprender el proceso de la oferta monetaria en un sistema bancario libre.

Un sistema semejante no tiende a generar *shocks* de oferta monetaria, y puede ofrecer la respuesta apropiada a los cambios en la demanda de dinero, puesta que cada banco posee la información (a partir de la observación de su situación en lo que respecta a las reservas) y el incentivo (la motivación de la ganancia) para adecuar la cantidad de dinero emitida a la cantidad demandada.

Mises (1981, p. 347) destaca que en un sistema bancario libre, los bancos “aumentan y disminuyen la cantidad de circulante *pari passu* con las variaciones en la demanda de dinero”, con la consecuencia de que, “al hacerlo, ayudan a estabilizar el valor de cambio objetivo de la moneda”. A diferencia de ellos, el banco central carece de la información oportuna y precisa, puesto que únicamente puede observar agregados extemporáneos, y de los estímulos apropiados (ya hemos hablado de esto) para evitar errores en la oferta de dinero que pudieran ocasionar desequilibrios, en particular las sobreexpansiones.

8. Un sistema bancario libre puede establecer una interacción efectiva con los mercados de capital de todo el mundo

Si no existieran los mercados de capital y otras expresiones de lo que Hayek (1971) denomina “nacionalismo monetario” el mundo entero podría llegar a tener (y tal vez así sería naturalmente) una moneda única (17). En el siglo pasado el mundo entero estuvo a punto de realizar el ideal de un sistema monetario universal homogéneo, gracias al patrón oro internacional, pero las actividades nacionalistas de los bancos centrales y de las casas de moneda lo impidieron. En un mundo en el cual la moneda estuviera unificada, y sobre todo con bancos que tuvieran sucursales en todos los países, el concepto de *stock* monetario nacional sería tan inconsistente como lo es hoy el de un *stock* monetario municipal. Con una banca transnacional y una única unidad de cuenta, el sistema de pagos mundial estaría tan integrado como lo está en la actualidad dentro de los límites de una nación. Asimismo, si los mercados de capital de los principales centros monetarios internacionales no estuvieran separados por los riesgos que implica el tipo de cambio, el mercado de capital mundial tendría una integración semejante a la de un mercado de capital nacional.

Deseo aclarar (aunque sería innecesario hacerlo) que el objetivo de la unificación monetaria mundial no justifica la creación de un banco central internacional (como lo proponen los que propugnan un Banco Central Europeo). Una entidad semejante tendría todos los problemas relacionados con la falta de información y de incentivos a que me he referido en la primera parte de mi exposición, y tal vez serían mucho más acentuados que en un típico banco central nacional. En cambio, la utilización de un patrón monetario (sea el oro, o cualquier otro bien) permite llevar a cabo la unificación monetaria mundial sin necesidad de un banco central internacional. El mercado tendría así una moneda internacional.

¿Qué significa esto para una nación pionera con respecto a la adopción de un sistema bancario libre? ¿De qué modo interactuaría con los mercados de capital del mundo? Lo haría de manera semejante a como lo hacen hoy, en día las naciones que no intervienen en sus mercados de capital extranjeros. Si adopta un medio de cuenta único, sea una mercancía única, un conjunto de mercancías o una moneda *fiat* de uso interno con valor congelado, continuará teniendo un tipo de cambio variable con el resto del mundo. Si adopta una moneda extranjera *fiat* (sea en forma directa o dándole un nombre local) como medio de cuenta, tendrá un tipo de cambio fijo por lo menos con una moneda extranjera. En este último caso, la integración con el mercado el capital de ese país extranjero sería mayor que con un régimen de tipo de cambio variable; asimismo, lo sería porque la relación con la moneda extranjera sería más duradera y más confiable que un tipo de cambio fijo establecido por el banco central. Esa relación estaría incluida en los contratos de restitución de los bancos privados, que serían disciplinados por la acción de la competencia y cuyo cumplimiento sería obligatorio por ley, en lugar de responder simplemente a una política gubernamental transitoria.

* Exposición del autor en el transcurso de un seminario realizado en ESEADE en septiembre de 1992.

(1) Mi primitiva concepción de este tema puede verse en White (1984; 1989, caps. 3-4).

(2) Hay otros dos roles que se asignan a menudo al banco central: 3) el de “banco de los banqueros”, debido al *clearing* y a la liquidación, y 4) el de prestador en última instancia. Históricamente, estos roles surgen del monopolio que ejerce con respecto a la emisión de moneda de alta liquidez.

(3) Kirzner (1985, cap. 6) hace un análisis muy perspicaz de la idea de que la regulación excluye el descubrimiento.

(4) Acerca del fenómeno del “triángulo de hierro”, con especial referencia a los Estados Unidos, véase Friedman y Friedman (1984).

(5) Como la demanda de saldos reales de dinero emitido por el gobierno es sensible a la inflación de los precios, y el índice de inflación de precios aumenta en forma pareja, punto por punto, con el índice de expansión monetaria, el gobierno obtiene una mayor ganancia real a partir de la expansión monetaria cuanto menos enérgica es la demanda del dinero que emite con respecto al índice de inflación. Es difícil hacer estimaciones precisas sobre la elasticidad de la demanda en esta situación, pero el estudio de casos históricos sugiere que la elevación de la ganancia al máximo implica una inflación de precios muy elevada, tal vez un índice mensual de dos dígitos. Mc Culloch (1982, cap. 5) proporciona un análisis sencillo de la teoría económica al respecto.

(6) Nordhaus (1975) presentó un modelo temprano del ciclo de negocios político, incorporando las expectativas adaptables. McCallum (1978) enunció la crítica de las expectativas racionales.

- (7) Véase Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983).
- (8) Para un análisis más amplio, véase Elgin (1988, cap. 7).
- (9) Véase Elgin (1991), White (1991) y Ebeling (1991) acerca de la elección entre la estabilización del nivel de precios y la “norma de productividad” para la política del banco central.
- (10) Acerca de este punto de vista, véase Vaubel (1984, pp. 30-33).
- (11) Lord Farrer, citado por Hayek (1978, p. 35).
- (12) Para mayores detalles, véase White (1989, pp. 155-157).
- (13) Véase Mises (1981, pp. 333-334, 346-347, 359-361; 1978, p. 145). Para una exposición secundaria más amplia, véase White (1992).
- (14) Acerca de los roles reguladores históricos de las cámaras compensadoras, véase Timberlake (1984) y James (1938, pp. 372-373, 499, 515-516).
- (15) En los diversos capítulos de Dowd (1992) pueden encontrarse resúmenes de las experiencias realizadas en Canadá, Escocia y otras naciones en relación con un sistema bancario libre.
- (16) Véase nuevamente Timberlake (1984).
- (17) Citado de White (1988; 1989, cap.7).

BIBLIOGRAFÍA

- 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.
- Block, Walter, “Fractional Reserve Banking: An Interdisciplinary Perspective”. En Walter Block y Llewellyn H. Rockwell, Jr. (comps.), *Man, Economy, and Liberty. Essays in Honor of Murray N. Rothbard*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, 1988.
- Diamond, Douglas W. y Dybvig, Phillip H., “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy* 91(junio de 1983): 401-419.
- Dowd, Kevin (comp.), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres, 1992.
- Ebeling, Richard M., “Commentary: Stable Prices, Falling Prices, and Market-Determined Prices””. En Richard M. Ebeling (comp.) *Austrian Economics*, Hillsdale College Press, Hillsdale, MI, 1991.
- Friedman, Milton, *A Program of Monetary Stability*, Fordham University Press, New York, 1960.
- y Friedman, Rose, “*The Tyranny of the Statu Quo*”, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1984.
- Goodhart, Charles, *The Evolution of Central Bank*, MIT Press, Cambridge, 1988.
- Greenfield, Robert y Yeager, Leland B., “A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 15 (agosto de 1983): 302-315.

- Hayek, F. A., *Monetary, Nationalism and International Stability*, Augustus M. Kelley, New York, 1971.
- *Denationalization of Money* (2a. ed.), Institute of Economic Affairs, Londres, 1978.
- James, F. Cyril, *The Growth of Chicago Banks*, Harper and Brothers, New York, 1978.
- Kirzner, Israel M., *Discovery and the Capitalist Process*, University of Chicago Press, Chicago, 1985.
- Kydland, Finn E., y Prescott, Edward C., “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy* 85 (junio de 1977): 473-491.
- McCallum, Bennett T., “The Political Business Cycle: An Empirical Test”, *Southern Economic Journal* 44 (enero de 1978): 504-515.
- McCulloch, J. Huston, *Money and Inflation* (2a. ed.), Academic Press, New York, 1982.
- Menger, Carl, “On the Origin of Money”, *Economic Journal* 2 (junio de 1982): 239-255.
- Mises, Ludwig von, *Human Action* (3a. ed.), Henry Regnery, Chicago, 1966.
- *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianapolis, 1981.
- Nordhaus, William D., “The Political Business Cycle”, *Review of Economic Studies* 42 (abril de 1975): 169-190.
- Rothbard, Murray N., “The Case for a 100 Per Cent Gold Dollar”. En Leland B Yeager (comp.), *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, 1962.
- *Man, Economy, and State*, Nash Publishing, Los Angeles, 1970.
 - *The Mystery of Banking*, Richardson and Snyder, New York, 1983.
- Selgin, George A., *The Theory of a Free Banking*, Rowman and Littlefield, Totowa, NJ, 1988.
- “Monetary Equilibrium and the ‘Productivity Norm’ of Price-Level Policy”. En Richard M. Ebeling (comp.), *Austrian Economics*, Hillsdale College Press, Hillsdale, MI, 1991.
- Timberlake, Richard H., “The Central Banking Role of Clearinghouse Associations”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 16 (febrero de 1984):1-15.
- Vaubel, Roland, “The Government’s Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly?”, *Kyklos* 37 (1984):27-58.
- White, Lawrence H., “La inflación y las autoridades monetarias nacionales : las consecuencias de la oferta política de la moneda”. *En Liberalismo y Sociedad: Ensayos en honor del Profesor Dr. Alberto Benegas Lynch*, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1984.
- “Toward and International Fiat Standard? Comment on Cooper”, *Cato Journal* 8 (otoño de 1988): 339-346.
 - *Competition and Currency*, New York University Press, New York, 1989.
 - Commentary: Norms for Monetary Policy”. En Richard M. Ebeling (comp.), *Austrian Economics*, Hillsdale College Press, Hillsdale, MI, 1991.

- “Mises on Free Banking and Fractional Reserves”. En John W. Robbins y Mark Spangler (comps.), *A Man of Principle: Essays in Honor of Hans F. Sennholz*, Grove City College Press, Grove City, PA, 1992.