

---

# ORDEN MONETARIO Y BANCOS CENTRALES

---

Michel Aglietta  
Universidad de París X, Nanterre

Tomado de André Orléan, director, *Analyse économique des conventions*, Presses Universitaires de France, 1994. Traducción de Carlos Pazmiño; revisión de Alberto Supelano.

## **Resumen**

**Michel Aglietta, "Orden monetario y bancos centrales", Cuadernos de Economía, v. XV, n. 24, Bogotá, 1996, páginas 55-87.**

Con el enfoque evolucionista e institucionalista de la economía de las convenciones francesa, este trabajo analiza el surgimiento histórico de la banca central y la creación institucional del 'arte de la banca central'. El artículo estudia los modelos formales del orden monetario, la banca libre y la banca central, y analiza los eventos históricos que llevaron a que el Banco de Inglaterra inventara el arte de manejar los bancos centrales en conjunción con el aprendizaje colectivo e institucional que lo hizo posible. Aglietta muestra que la banca central no es una creación del Estado sino una creación institucional endógena al sistema de mercado.

## **Abstract**

**Michel Aglietta, "Monetary Order and Central Banks", Cuadernos de Economía, v. XV, n. 24, Bogotá, 1996, pages 55-87.**

With the evolutionist and institutionalist focus of the economics of the French conventions, this paper analyzes the historical rise of the central bank and the institutional creation of the 'art of the central bank'. The article studies formal models of the monetary order, free banking and the central bank, and analyzes the historic events that led to the Bank of England inventing the art of managing the central banks, in conjunction with the collective and institutional learning that made it possible. Aglietta shows that the central bank is not a creation of the State, but rather an institutional creation endogenous to the market system.

## **INTRODUCCIÓN: CONTINUIDAD Y RENOVACIÓN DEL DEBATE MONETARIO**

Los eventos contemporáneos de primera magnitud son campos de investigación privilegiados para nutrir la reflexión teórica acerca de la naturaleza del dinero, su organización en las sociedades liberales y abiertas, y su lugar en la ciencia económica.

Los trastornos de la antigua Unión Soviética desorganizan los intercambios más elementales con la desaparición de una práctica social donde la moneda es la regla: el pago de transacciones en un medio aceptado por unanimidad. El retorno del trueque subraya su enorme costo social: fragmentación de los intercambios, que se vuelven bilaterales; árbitro de los términos y de las condiciones de intercambio sometidos exclusivamente a las relaciones de fuerza de quienes canjean; inmediatez de las relaciones económicas obstaculizadas por la desorganización actual y la incertidumbre futura del abastecimiento. Las tentativas espontáneas para evitar el trueque llevan a la proliferación de bancos de bolsillo fuera de toda reglamentación y supervisión. Este resurgimiento de la Banca Libre por iniciativa de las empresas, para financiar el almacenamiento de los factores de producción en previsión de las penurias venideras, atiza la inflación y destruye las barreras a la creación monetaria que aún subsisten. La vacilación para emitir monedas nacionales en las nuevas Repúblicas que buscan desesperadamente hacerse cargo de sus economías ilustra dramáticamente el nexo entre la conducción de la moneda y la soberanía política, la sutil dialéctica entre la acción privada y la creación institucional para llegar a establecer la confianza en la moneda.

La grave crisis que golpeó recientemente al sistema bancario norteamericano, que puso en dificultades a un gran cantidad de bancos grandes y destruyó la tercera parte de las cajas de ahorro, muestra que unas reglas inadecuadas hacen que las finanzas sean caóticas y vulnerables al riesgo sistémico. La feroz resistencia de los *lobbies* bancarios, apoyados por los poderes políticos locales, contra la reforma legislativa del sistema bancario da una nueva luz sobre los aspectos, a la vez conflictivos y complementarios, de la dualidad de la moneda. De un lado, el sistema de pagos es un bien público que supuestamente proporciona servicios equitativos a todos los agentes económicos, servicios de redes para los pagos corrientes o anticipados y servicios de liquidez contra pagos futuros. De otro lado, el sistema de pagos es administrado colectivamente por los bancos comerciales en complementariedad con su actividad privada de intermediarios financieros. De esta complementariedad se derivan efectos extremos y azares morales que hacen del sistema bancario el lugar privilegiado de la propagación de los riesgos y, por tanto, la principal área de control prudencial para contenerlos. El carácter insatisfactorio del compromiso entre la limitación de la competencia y la seguridad del sistema bancario ha reanudado el debate teórico sobre los fundamentos de una reforma más radical que pueda separar los riesgos del crédito privado y la prestación del servicio público de pagos. En este debate, el estatuto, las funciones y la existencia misma de la banca central son objeto de interrogantes que se remontan a los orígenes de la teoría monetaria.

La Unión Monetaria Europea unió el debate sobre la legitimidad de las reglas monetarias con el debate sobre la organización más adecuada para la estabilidad de la moneda. El debate europeo produjo los principios de una reforma monetaria venidera, hoy inscritos en el tratado de Maastrich. En una tradición muy diferente de la anglosajona, la Unión Monetaria Europea hizo menos énfasis en la acción privada que en la construcción institucional. La confrontación anglo-alemana, que animó las proposiciones de la conferencia intergubernamental, terminó con el éxito rotundo de la concepción continental. La piedra angular de la Unión Monetaria será el Banco Central Europeo. La organización de los poderes monetarios y la definición de las tareas de este banco central se basan en una concepción enigmática: la independencia, a la que se imputa la capacidad de preservar la estabilidad de los precios, finalidad de la regulación monetaria. Pero las virtudes, las responsabilidades y las condiciones de ejercicio de la independencia de los bancos centrales están lejos de ser evidentes.

### **El aporte de un proceso histórico**

Las preguntas suscitadas por los problemas monetarios contemporáneos hunden sus raíces en la historia monetaria. La pregunta fundamental se refiere a las instituciones más adecuadas para preservar la confianza en la moneda. Esta es la oposición entre Banca Libre y Banca Central. La primera es un modelo formal de la historia monetaria que propone monedas bancarias competitivas, niega la necesidad de un banco central y pretende que la única regla monetaria indispensable es la definición de una unidad de cuenta. La segunda es un modelo que afirma que el desarrollo mismo de la economía monetaria lleva al surgimiento de bancos centrales. La organización del sistema bancario sigue un modelo jerárquico donde las monedas bancarias son unificadas por la restricción de la conversión en moneda del banco central, cuya emisión depende de un monopolio.

La oposición entre estos dos modelos institucionales también tiene que ver con la interpretación de la historia y las lecciones que se pueden extraer para reformar las instituciones actuales. El desarrollo 'natural' de la competencia seleccionaría las organizaciones capaces de regular los mercados. Esas organizaciones son eficaces porque generan una racionalidad colectiva a la que debe adecuarse la práctica de los agentes económicos individuales, sin que éstos la hagan explícita racionalmente. Sin embargo, curiosamente, los adeptos de esta concepción auto-organizadora de la economía mercantil excluyen al banco central de la evolución orgánica. Por el contrario, satanizan al banco central, concibiéndolo como un instrumento del Estado para apoderarse gratuitamente de la riqueza producida por la economía mercantil. El monopolio de la emisión produce estados depredadores que buscan maximizar el señoreaje. La independencia monetaria sería entonces una necesidad y un mal que debe soportarse. Ya que la moneda es establecida por las restricciones legales a la libre competencia, habría que garantizar al menos que las reglas de emisión de la moneda impidan que el emisor expolie a la economía privada.

Por oposición, aquí se demostrará que la hipótesis de la alteridad radical del banco central en la evolución de la economía mercantil es una violación del postulado evolucionista. En otras palabras, el banco central es una creación del mercado y no una creatura del Estado. El Banco de Inglaterra es ejemplar a este respecto. Ciertamente, ha sido el banquero del Estado desde su creación, a finales del siglo diecisiete, pero esto no le dio el estatuto de banco de los bancos. Sólo hasta el primer tercio del siglo diecinueve, no por un acto legislativo sino por una enseñanza extraída de la experiencia de las crisis financieras, el Banco de Inglaterra elaboró una racionalidad colectiva para

guiar su práctica en el mercado. Las dos dimensiones esenciales del oficio de banco central, que lo convierten en banco de los bancos, son la de prestamista de última instancia y la de encargarse de la regulación de las tasas de interés en el mercado monetario.

Al comparar las experiencias inglesa y americana de la misma época, se mostrará que, a medida que se desarrolla el dinero bancario proporcionado por los bancos de depósito, la tendencia que lleva a que la Banca Central sea más eficaz que la Banca Libre es la centralización de los pagos. Sin embargo, la globalización financiera emprendida desde hace veinte años implica cierta desnacionalización de la moneda. La Unión Monetaria Europea constituye el proceso más avanzado en este sentido.

La liberación financiera no lleva a redescubrir el hilo perdido de una auto-organización de los mercados de libre competencia. La desaparición de los bancos centrales no es el clímax de la innovación financiera, la Banca Libre no es el ideal del liberalismo económico, pese a las afirmaciones doctrinarias de la escuela de la Nueva Economía Monetaria. Pero es cierto que la legitimación de la moneda encuentra un problema análogo al del derecho. La autolimitación del poder de emisión es un requisito para que la moneda sea el bien público por excelencia que aporta ventajas equitativas para todos. Pero la flexibilidad de la regulación monetaria y la seguridad de la financiación implican necesariamente al banco central en acciones discrecionales. La independencia de los bancos centrales se inscribe entre estos dos extremos. Es un mito fundador que evita el cuestionamiento estratégico de los actos discrecionales del banco central por parte de los agentes privados.

## **DESARROLLO DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y SURGIMIENTO DE LOS BANCOS CENTRALES**

Las concepciones alternativas de las instituciones monetarias están ligadas a las de los sistemas de pagos que son las estructuras elementales de las economías monetarias. Estas estructuras establecen relaciones estrechas entre las instituciones monetarias y los intercambios económicos, puesto que el pago es el acto elemental del intercambio mercantil. Pero un pago no tiene sentido sino en una red organizada por un conjunto de reglas.

Los precios de las mercancías ofrecidas a la venta se expresan en una unidad de cuenta que es instituida. Los pagos se efectúan con medios de pago cuya emisión debe concordar con una regla bien definida. En

una red, la ejecución de los pagos es secuencial. Ella impone a los agentes individuales unas restricciones de presupuesto escalonadas, cuya intensidad depende de sus disponibilidades monetarias (*cash in advance*) o de su capacidad para tomar en préstamo medios de pago (*finance in advance*). Puesto que los intercambios elementales secuenciales forman una red única, hay una restricción de red, o restricción monetaria global, que se ejerce por la coordinación de los medios de pago emitidos por los bancos. Esta restricción se construye en el sistema de pagos. El tiempo se descompone en períodos que acompañan el mecanismo de compensación y de ajuste interbancario. Así, la totalidad de las órdenes de pagos recibidas y enviadas entre las diferentes redes de pagos dejan una huella en los saldos interbancarios que se calculan para la compensación. La necesidad de tener que regular estos saldos obliga a que los bancos se resguarden contra la eventualidad de la carencia del medio de cancelación último. El sistema de pagos está, entonces, directamente ligado al mercado monetario. Por esta razón, la tasa de interés a corto plazo refleja las tensiones económicas, tal como los bancos las observan y las anticipan en sus tesorerías.

La oposición entre la Banca Libre y la Banca Central, en tanto modelos de organización monetaria, se expresa en las reglas que definen los sistemas de pagos viables.

### **La Banca Libre: sistemas de pagos con monedas bancarias convertibles en moneda mercancía**

Una mercancía particular llamada 'oro' o una canasta de mercancías da su sustancia a la unidad de cuenta, la cual es definida por una cantidad fija de la mercancía escogida o de la combinación de mercancías que componen la canasta. Ésta es la primera regla monetaria. La moneda mercancía es también el medio de cancelación último.

Los medios de pago son dinero bancario, es decir, deudas emitidas por los bancos contra ellos mismos, que toman la forma de billetes o depósitos sobre los que se pueden girar cheques. Estos deben ser convertibles a la par de la moneda mercancía. Como esta última es escasa en tanto mercancía, la cantidad disponible y acuñada ejerce una restricción sobre el volumen de transacciones posibles.

Para ser aceptables, los medios de pago emitidos por los bancos deben ser 'títulos reales' [*real bills*], es decir, contrapartidas de efectos comerciales que constituyen derechos sobre mercancías en proceso de venta o sobre una producción vendible. No es posible saber *a priori* si las monedas bancarias son o no 'títulos reales'. Esta es la restricción monetaria que verifica dicha cualidad de acuerdo con un mecanismo endógeno al sistema de pagos: la ley del reflujo.

Cuando un banco tiene un exceso de emisión de sus billetes con respecto a los deseos del público, debido a que la competencia lo lleva a ampliar su participación en el mercado de descuentos de efectos comerciales, la restricción monetaria se expresa en la demanda de conversión a la par de sus billetes. Esta restricción se expresa de tres modos: demanda de conversión en efectivo en las ventanillas del banco emisor; depósitos de billetes en cuentas de otros bancos; mantenimiento de billetes en fondos activos para un gasto suplementario en el futuro cercano. La primera modalidad trae como consecuencia un reflujo inmediato de los billetes, su anulación y la pérdida de reservas del medio de cancelación último para el banco emisor. La segunda modalidad implica un crecimiento de los créditos de otros bancos al banco emisor en la compensación interbancaria, y una demanda de ajuste neto contra este último. Éste debe disponer de efectivo y pierde reservas para anular los excedentes de billetes que le son entregados para compensación. La tercera modalidad incrementa los intereses de los acreedores si los billetes se depositan en el banco emisor. Posteriormente, cuando hayan pagado los gastos suplementarios, esos billetes retornarán para ser anulados a través de los dos modos precedentes. Pero los gastos suplementarios pueden implicar pagos en cadena y difundir el exceso de emisión entre muchos bancos, e incluso en todos los bancos si los gastos provocan importaciones suplementarias.

Se entiende, entonces, la forma en que la ley del reflujo restringe a los bancos. La pérdida de reservas provoca un ajuste, porque el (los) banco(s) está(n) en una situación subóptima. La ventaja marginal de mantener reservas mayores se hace mayor que la ganancia marginal de colocar deudas suplementarias en portafolio. Las reservas deben ser reconstituidas; lo que, para el banco involucrado, implica una subemisión de billetes con respecto a los demás bancos. Si el que hace una emisión excesiva de billetes es el conjunto de los bancos, la expansión monetaria es limitada por el pago de las importaciones y por la demanda de efectivo por parte de los agentes económicos. Si los billetes emitidos no son entonces 'títulos reales', los costos de liquidez para los bancos (costos de obtención de efectivo) aumentan más rápido que los ingresos provenientes de los préstamos. Debe, entonces, existir una cantidad óptima de billetes emitidos y de depósitos recaudados para un volumen dado de efectivo cuando los bancos tienen un balance en equilibrio.

Globalmente, la masa monetaria es endógena porque está determinada por las necesidades del público, por un nivel general de precios expresado en la mercancía unidad de cuenta. En equilibrio, este nivel



de precios es independiente de los medios de pagos en circulación. La cantidad de medios de pagos es la que se adecúa al nivel de precios y a la demanda real de dinero de los agentes económicos, y el ajuste se realiza por la ley del reflujo. Este mecanismo determina la cantidad deseada de efectivo para un poder de compra del efectivo exógeno al sistema bancario. Así, la disociación de la unidad de cuenta y del dinero bancario parece constituir un sistema de pagos viable que hace superflua la existencia de un banco central.

### **La Banca Central: sistema de pagos jerarquizado con moneda fiduciaria**

La característica de los sistemas de pagos modernos es la moneda fiduciaria emitida como pasivo de un banco central. En estos sistemas, la unidad de cuenta y los medios de pago están indisolublemente ligados. Los medios de pago emitidos por los bancos comerciales deben ser interconvertibles y convertibles en moneda fiduciaria, a la par y sin limitaciones. La unidad de cuenta es puramente nominal, y se define al mismo tiempo que la regla de emisión de la moneda fiduciaria.

Los medios de pago ya no obedecen al criterio de 'títulos reales' porque ya no deben pasar la prueba de conversión en especies exteriores al sistema bancario. El criterio para emitirlos es la riqueza futura esperada, y esta emisión crea los medios para efectuar los intercambios que deben validar las previsiones. *Por tanto, la emisión monetaria obedece a una lógica autorreferencial.* Puesto que la moneda fiduciaria no es escasa, no tiene utilidad intrínseca y se emite con un costo insignificante, no existe un punto de equilibrio para la creación monetaria que sólo sea resultado de las racionalidades individuales. La creación monetaria en tal sistema de pagos es virtualmente inestable. Para evitar los regímenes explosivos, es necesario organizar institucionalmente la escasez de la moneda fiduciaria en una forma que persuada a los agentes privados para que formulen una demanda estable. Esta es la estrategia del *anclaje nominal*, inherente a la banca central en tanto garante de la legitimidad de la moneda fiduciaria.

El equilibrio monetario es, entonces, un estado compatible entre la regla de emisión de la moneda fiduciaria y las previsiones de los agentes privados acerca de su poder de compra, mientras que estos últimos forman la demanda que valida esta emisión y determina el poder de compra adecuado a las previsiones. Existen varios regímenes monetarios, correspondientes a diferentes equilibrios dinámicos, que son compatibles con el anclaje nominal.

Por tanto, la regulación monetaria en los sistemas de pagos de Banca

Central es el resultado de una política y no de un mecanismo. El banco central tiene un doble grado de libertad. El primero es estratégico: la elección del régimen que es capaz de hacer respetar. El segundo es táctico: el grado de desviación, con respecto al equilibrio dinámico correspondiente a un régimen dado, que el banco puede tolerar para absorber los choques, sin que los agentes cuestionen su determinación de preservar el régimen con el cual ha comprometido su credibilidad.

Hemos descrito dos modelos institucionales en la historia monetaria. El modelo de Banca Libre evolucionó a partir de los sistemas de pagos metálicos. Aquí se pueden distinguir dos tipos. El modelo de Banca Libre puro es un sistema de bancos competitivos bajo la restricción de la convertibilidad en moneda metálica. El modelo de Banca Libre impuro es un sistema donde existe un banco diferente de los otros, en tanto que es el banco del Estado; pero la moneda que éste emite está sujeta a la convertibilidad en especie y este banco no ejerce el papel de banco de los bancos. Estos dos tipos de Banca Libre evolucionaron hacia el sistema de Banca Central, aunque su transformación fue muy diferente. En el caso de los Estados Unidos, las crisis de pagos cada vez más graves dieron lugar a un proceso legislativo que instituyó un banco central. En el caso de Inglaterra, las crisis llevaron a la diferenciación del Banco de Inglaterra que elaboró los instrumentos y las funciones de un banco de los bancos.

Ahora estudiaremos los procesos que hacen surgir la necesidad del banco central en un sistema de Banca Libre puro; y después, la forma en que el Banco de Inglaterra hizo el aprendizaje acerca de la racionalidad colectiva, el cual constituye el núcleo del oficio de banco central. Lo que está en juego en este análisis no es nada trivial, puesto que la Banca Libre parece formalmente viable y una corriente contemporánea de la economía monetaria se ha vuelto partidaria de una reforma monetaria tendiente a restaurar este modelo.

### **La aparición de los bancos centrales**

Usualmente se citan dos experiencias de Banca Libre sin banco central y con cancelación de las posiciones interbancarias en moneda metálica: el sistema de pagos escocés que duró más de un siglo, hasta 1844, y tuvo su apogeo a principios del siglo diecinueve; el sistema bancario americano con Banca Libre integral de 1837 a 1863, pero sin banco central hasta 1913. Estas experiencias parecen opuestas. Primero se estudiará el fracaso de la experiencia americana, antes de explorar las condiciones particulares del buen funcionamiento de la experiencia escocesa.

L. H. White [1984] pretende que la ley del reflujo es eficaz. Los

bancos están obligados automáticamente a emitir únicamente moneda de buena calidad, porque toda emisión superior a las necesidades del público retorna al emisor para ser destruida. Consideremos las tres modalidades que antes definimos formalmente: exigir la conversión en especie al banco emisor; depositar billetes o cheques en asientos contables de otro banco; conservar fondos activos para gastarlos en el futuro, modalidad que extiende el efecto de la sobre-emisión en el tiempo pero termina confluyendo en una de las otras dos posibilidades. Si la primera decisión es sistemática, no se aleja de un sistema metálico que somete la oferta de dinero a una camisa de fuerza inelástica, puesto que obliga a que los bancos sólo emitan certificados en oro o plata respaldados al ciento por ciento por sus reservas. Los bancos no son, entonces, más que bodegas de moneda metálica. Sólo la segunda decisión introduce una organización monetaria nueva: la relación de corresponsal entre los bancos. Los usuarios confían en la convertibilidad de las monedas bancarias porque los bancos mismos aceptan la interconvertibilidad de sus monedas. Pero esta organización mínima de la Banca Libre es frágil, dado que corre el riesgo de quiebra y tiende a centralizarse.

La relación de corresponsal no sistematiza la compensación de cuentas. Por ese hecho, aparecen posiciones bilaterales entrelazadas que forman una estructura financiera propicia al riesgo sistémico, pues la Banca Libre no puede separarse de la economía mercantil estrechamente limitada de los sistemas metálicos más que gracias a su capacidad de crear medios de pago a bajo costo. Pero la competencia empuja a los bancos para que hagan préstamos no negociables y riesgosos, aceptando obligaciones a la vista o a corto plazo sin garantías de reservas. No obstante, un sistema de posiciones bilaterales y reservas descentralizadas tiene necesidad de enormes cantidades de reservas para garantizar la seguridad de los pagos. La contradicción entre la elasticidad de los medios de pago en las fases de expansión de los intercambios y la fragilidad financiera en caso de contracción es máxima. A esto se suman todos los riesgos morales y las eventualidades de falsificación cuando circula simultáneamente una multitud de monedas emitidas por bancos cuya solvencia no puede ser evaluada por los clientes. Entre los clientes se cuenta el Estado, pero éste es un cliente bastante particular. Al escoger unos bancos y no otros para hacer sus propios pagos y exigir el pago de sus recaudos, el Estado determina la competencia en forma decisiva. Las monedas escogidas adquieren, así, una calidad estructuralmente superior a las demás. Por tanto, la relación de corresponsal no puede preservar la competencia entre un gran número de bancos perfectamente libres. Esta competencia evoluciona necesariamente hacia una jerarquía

bancaria que polariza las cuentas de correspondencia. Ciertas posiciones crediticias de los bancos de mayor *status* servirán como reservas para ajustar las posiciones de deuda de los bancos relegados. Cuando la centralización está en marcha, evoluciona hacia clubes bancarios regionales localizados en las plazas financieras y organizados alrededor de la cámara de compensación.

Ya en 1856, seis bancos de Nueva York concentraban los depósitos permanentes de los bancos vecinos, comprando los billetes cedidos por los agentes no bancarios.

¿Cuáles son las características de estos arreglos multilaterales y cooperativos entre los bancos? ¿Son distintas de las funciones mutiladas de un banco central?

La cámara de compensación es una organización centralizada que introdujo resueltamente la racionalidad colectiva en el sistema de pagos. Las cámaras de compensación aparecieron en los principales centros de negocios de los Estados Unidos a mediados del siglo diecinueve. La ventaja colectiva que éstas ofrecen tiene dos reglas constitutivas: *la compensación multilateral y la compensación de cuentas neta y simultánea*. La cámara de compensación se convierte en el agente central con base en el cual se determinan las posiciones de crédito y de deuda; permite economizar reservas y reducir drásticamente los costos del recaudo de cheques. Con un funcionamiento normal, la compensación de cuentas podía efectuarse en moneda metálica. Las cámaras de compensación se convierten en agentes de compensación emitiendo certificados por cuenta de los bancos que depositan reservas en sus cajas. En períodos de crisis aguda, la convertibilidad metálica era suspendida y las cámaras se acercaban aún más a las funciones de banco central. Sus certificados servían como pago entre los miembros. Al final, ciertas cámaras de compensación permiten acceder a una característica muy importante de la seguridad de los sistemas de pago: la irrevocabilidad [Goodfriend 1988]. El depósito de un cheque girado por un miembro de una asociación bancaria podía dar un crédito inmediato a su beneficiario. Este último quedaba asegurado contra la quiebra del banco del pagador. Para ello era necesario que el conjunto de miembros aceptara colectivamente cubrir el riesgo de liquidez cuando uno de ellos fuera incapaz de cancelar su función con la cámara al final de la jornada.

Es bastante claro que estas ventajas no van separadas de reglas de funcionamiento muy estrictas que nada tienen que ver con la Banca Libre en su versión original. Estas reglas deben ser mantenidas por la supervisión de las condiciones financieras de los miembros y por las

sanciones respectivas a las transgresiones, llegando incluso a la exclusión de un miembro. Debían establecerse exigencias mínimas de capitalización y los comités expertos de las cámaras debían realizar investigaciones frecuentes de los bancos.

Pero una racionalidad colectiva truncada es totalmente ineficaz en la esfera de los bienes públicos. Cuando se observa el sistema de pagos de los Estados Unidos en su conjunto aparecen graves insuficiencias, no solamente en el subsistema formado por el club de bancos neoyorquinos. La organización multilateral de los cruces de cuentas interbancarias bajo la égida de un banco central es superior a las organizaciones colectivas de estatuto privado, porque no excluye la posibilidad de que el banco asuma el riesgo de liquidez en casos extremos desempeñando la función de prestamista de última instancia. Por el contrario, la acción de una asociación de bancos de estatuto privado se ve bloqueada por los conflictos de intereses en tiempos de crisis si no está circunscrita a un número pequeño de bancos, ya que prestar en tiempo de crisis es una acción que va contra la racionalidad del mercado. Algunos bancos sólidos se verán inducidos a dejar que caigan en quiebra los competidores más frágiles. La pertenencia o no a una cámara de compensación se convierte en una barrera a la entrada y en un poderoso factor de desigualdad en la competencia [Goodhart 1988]. Por esta razón, la institución del banco central, en tanto eje central de compensación, es la prolongación lógica de la Banca Libre. *El banco central es la única entidad capaz de conciliar el control colectivo de los riesgos del conjunto del sistema de pagos y la preservación de una competencia leal entre los bancos.*

La experiencia de los Estados Unidos refuerza esta conclusión, por defecto. Las cámaras de compensación de estatuto privado jamás pudieron impedir las crisis financieras. En estas condiciones, sólo se preservaban los pagos internos a las asociaciones bancarias. Las demás posiciones deudoras debían ser compensadas en monedas metálicas. La imposibilidad de hacerlo ocasionaba el descuento de los billetes de bancos no miembros de los sistemas de compensación debido a la suspensión de la convertibilidad. De allí resultó un fraccionamiento del sistema de pagos que hizo extremadamente vulnerables a los bancos rurales. La hostilidad entre los bancos rurales y los bancos urbanos llegó hasta tal punto que aún está presente en las discusiones actuales sobre la reforma bancaria. Como la penuria de liquidez era muy intensa en condiciones de crisis en las regiones que no disponían de cámaras de compensación poderosas, el mercado monetario mismo quedó fraccionado; lo cual se reflejaba en las disparidades regionales de las tasas de interés.

La Ley Bancaria de 1863 dispone una reforma para poner fin jurídico a la Banca Libre pura, instituir bancos de cobertura nacional y unificar la calidad de las monedas de todo el territorio. Sin embargo, la vulnerabilidad del sistema de pagos americano ante los pánicos bancarios siguió agravándose hasta el derrumbe de 1907. A pesar de las cámaras de compensación regionales que hacían circular sus certificados como moneda, los retiros de los depositantes que exigían la conversión en oro se extendieron por todo el país. La debacle financiera llevó a que el Congreso decidiera emprender una reforma radical conforme a los principios elaborados en Inglaterra, cincuenta años antes, bajo la inspiración de Bagehot. Se encargó a una Comisión Monetaria Nacional la tarea de estudiar los medios para dotar al país de una institución que tuviera la capacidad de un banco central en dos esferas decisivas: *proporcionar una oferta elástica de un medio de compensación único y asumir la responsabilidad de prestamista de última instancia.*

La experiencia histórica norteamericana es ejemplar; permite poner en evidencia la lógica evolutiva de los sistemas de pagos. El caso escocés no es un contraejemplo serio. Dos rasgos esenciales muestran muy bien su particularidad: los bancos escoceses sólo emitían billetes, no emitían depósitos; eran pocos y cada uno tenía una superficie financiera considerable en relación con la cantidad total de billetes en circulación [Gorton 1985b], pues la característica de un pago con cheque es la de separar el medio de pago que circula y la liquidez que sigue inscrita en las cuentas de depósitos. Al contrario de los billetes, no es posible entonces verificar la calidad de la firma en un mercado secundario; esa cualidad depende de unos depósitos que no son instrumentos negociables. En esto consisten las colas de espera asociadas a la conversión de depósitos, las cuales constituyen el desencadenante fundamental de los pánicos bancarios [Diamond y Dydvig 1983]. Con el desarrollo de los depósitos y del pago con cheques, la centralización de los pagos avanza más rápido y hace necesario un mecanismo no mercantil de convertibilidad: la compensación y la cancelación neta de las posiciones multilaterales.

## LA RACIONALIDAD DEL BANCO CENTRAL

El banco central es la institución que se implanta en el centro de los sistemas de pagos para garantizar las compensaciones, impedir las quiebras sistémicas, controlar la expansión de los medios de pago, definir reglas prudenciales para los miembros y vigilar su cumplimiento.

La centralización de los pagos se impone con la invención del dinero bancario articulado a las cuentas de depósitos bancarios, puesto que esta modalidad de pago separa el instrumento (el cheque) y la liquidez (el depósito inscrito en la cuenta). Lo que circula, entonces, es una firma privada; por tanto, el flujo de pagos puede ser perturbado por los riesgos de quiebra y la limitada aceptación de las firmas. La organización de los sistemas de compensación y cancelación, cuyo núcleo es el banco central, confiere a los medios de pago, transmitidos y aceptados por los bancos miembros de este sistema, una calidad uniforme en la comunidad de pagos nacional. Esta es una de las razones para que las dudas acerca de la capacidad de un miembro del sistema para honrar la cancelación de su posición de deuda tiendan a transformarse en un riesgo para el sistema. Estas dudas socavan la confianza de los depositantes en la interconvertibilidad de las monedas bancarias y despiertan sospechas sobre la calidad de las firmas de todos los bancos ligados por las reglas comunes. Por esto, el banco central debe ocuparse de la seguridad global de los sistemas de pagos.

Correlativamente, la organización misma de los sistemas centralizados da al banco central los medios de información y experiencia práctica, memorizados y acumulados por sus servicios de mercado y explicados por sus servicios de análisis, para poner en práctica una lógica de situación. Hay que tener un conocimiento muy pobre de los bancos centrales para acusarlos de ser portavoces de una lógica arbitraria y de imponer a los mercados unos intereses políticos partidistas. Esto no prejuzga en nada la eficacia de su acción. Para bien o para mal, los bancos centrales han desarrollado unas funciones que no obedecen para nada a construcciones *a priori* o a estatutos conferidos por la ley, sino a su presencia en el centro de los sistemas de pagos y de los mercados monetarios. Bien entendido, esto sólo es válido para los países donde el banco central opera en el centro de sistemas bancarios ya desarrollados, de los que extrae la información que le permite elaborar un conocimiento detallado del estado de las tensiones financieras.

En efecto, la utilización del dinero bancario transforma la información elemental que es el producto conjunto de cada pago. Esta información pasa a ser aritmética, personalizada y registrada en las cuentas bancarias abiertas en nombre de cada contrapartida de las transacciones. Por esto, el sistema de pagos es el operador práctico verdadero del paso entre el nivel microeconómico y el nivel macroeconómico. En las posiciones de cada banco contra los demás, calculadas al final de la jornada contable en los libros de la cámara de

compensación, se resumen los flujos de pagos que atravesaron el sistema, cualesquiera que sean las transacciones de objetos económicos de las que son contrapartida. Los bancos pueden pertenecer a muchos sistemas de compensación, para las transacciones económicas corrientes de sus clientes o para las transacciones financieras, para las numerosas transacciones de sumas pequeñas o para las transacciones de sumas considerables, para las transacciones entre residentes o para las transacciones en que intervienen no residentes. Pero los saldos que deben compensar las posiciones finales, resultantes de los servicios de pagos proporcionados por los bancos en todos esos sistemas, deben llegar a los libros del banco central, cuando la moneda central es el medio de compensación último. Es en este lugar, entonces, donde se lee la información sobre las tensiones financieras encontradas por los bancos. Para honrar sus obligaciones de cancelación, estos últimos deberán procurarse la moneda central requerida, retirándola de sus cuentas de reserva, y tomando en préstamo fondos de otros bancos en el mercado interbancario, colocando activos financieros negociables en fondos de pensión, acudiendo a la ventanilla de descuentos. Todos estos procedimientos enlazan directamente al banco central con el aprovisionamiento de liquidez del conjunto del sistema bancario. Por esto, puede reunir estrechamente el estado de las tensiones financieras reflejadas por el sistema de pagos y el manejo cotidiano de la política monetaria. El banco central también puede aprender a detectar las situaciones de los bancos en dificultades, a evaluar la posible transformación de las tensiones en riesgo sistémico y a decidir cuándo presta en última instancia.

De aquí se extrae una conclusión de gran alcance teórico. *En una economía de pagos, el banco central dispone de una información sobre el estado de la economía de la que carecen otros agentes.* Esto justifica totalmente la posibilidad de acciones discrecionales con efectos reales. Bien entendido, estos efectos sólo serán favorables para la estabilidad económica global si la racionalidad colectiva cristalizada en el banco central es continuamente enriquecida por un saber práctico adquirido por su presencia en los mercados de capitales. A continuación rastreamos la formación de este saber en la historia, tomando el ejemplo del banco de Inglaterra, esta quintaesencia de la Banca Central que inventó 'el arte de la banca central' mediante sus estrechas relaciones con los mercados monetarios internacionales.

### **Bagehot y el prestamista de última instancia**

Ser prestamista de última instancia es un rol que ha menudo se considera como la esencia del oficio de banco central. Este rol mantiene el aura de misterio que rodea al banco central ya que prestar en



última instancia nunca es una operación rutinaria. Es una operación desquiciada de las reglas de la competencia. En efecto, elimina la restricción de tesorería que debería expresarse en las obligaciones de cancelación. Suspende la lógica de la economía de pagos con un acto realizado con el fin de perpetuar esta economía. Se viola el mercado porque no se respetan las obligaciones privadas; pero la sanción del mercado es suspendida por un tiempo indeterminado mediante una decisión soberana, en lugar de ser diferida contractualmente. Se perpetúa el mercado porque se preservan otras obligaciones privadas, totalmente sanas, que no podrían cumplirse debido a la repercusión externa de las obligaciones incumplidas. Es claro que esta intervención implica un azar moral puesto que disocia el costo social y el costo privado. Hay azar moral cuando el prestamista de última instancia desencadena procesos contra los cuales procura una seguridad colectiva. Para disminuir este azar, el banco central debe hacer imprevisible la eventualidad de su intervención. Walter Bagehot logró aquí un éxito irrepetible: ofrecer una doctrina para una situación irreductiblemente particular.

El debate sobre la función de prestamista de última instancia se remonta a H. Thornton, quien desde 1802 insistió en que el Banco de Inglaterra tenía la responsabilidad de proporcionar liquidez a los bancos sanos en períodos de pánico bancario. Su consejo no se siguió: entre 1790 y 1866, Inglaterra sufrió 8 años de pánico [Bordo 1990]. Cada contracción del ciclo de los negocios degeneraba en una crisis del sistema. Estos pánicos era desatados por la quiebra de una institución financiera importante que precipitaba la demanda de conversión en oro en todos los bancos. En esas circunstancias, el Banco de Inglaterra buscaba proteger sus propias reservas; lo que agravaba el pánico. Cuando decidía intervenir, era muy tarde para evitar la cascada de quiebras bancarias. La reforma de 1844 separa el Banco en dos departamentos, endurece la restricción para emitir billetes y extiende el monopolio del Banco sobre la emisión de numérico a todo el país. Esta reforma aumenta sensiblemente la intensidad de los pánicos, hasta el desplome de la crisis financiera de 1866, cuya observación llevó a que Bagehot formulara su doctrina.

La crisis de 1866 explotó con la quiebra de la Overend Gurney Company, un viernes negro de mayo. La opinión de Bagehot sobre este episodio fue especialmente severa: "Esas pérdidas fueron provocadas por un comportamiento tan imprudente y alocado que podría pensarse que un niño que hubiese hecho préstamos en la City de Londres lo habría hecho mejor" [Bagehot 1873]. No obstante, este episodio fue el punto final de una crisis que se desarrolló a partir de

unas condiciones financieras que se habían vuelto frágiles, ya en 1864, por el hundimiento de los precios mundiales del algodón. Esta advertencia de un sector sensible en la época fue ignorada porque se produjo en plena expansión especulativa: las casas de redescuento aceptaban el papel muy liberalmente. En este ambiente de euforia, la firma Overend Gourney decidió transformarse en sociedad por acciones cotizadas en la Bolsa en junio de 1865. Esto reforzó la especulación, a tal punto que la plusvalía sobre las acciones de la compañía llegó al 100 por ciento en octubre, exacerbando la demanda de todas las acciones del mercado y la puja de las sociedades cotizadas para distribuir sus dividendos. Las compras en descubierto hicieron subir las tasas de interés en el mercado monetario. Al perder reservas por la demanda de conversión de los billetes de sus clientes que buscaban hacer colocaciones en el mercado monetario, el Banco de Inglaterra quedó a remolque del mercado y tomó la decisión fatal de elevar abruptamente su tasa de descuento del 3 al 7 por ciento. La angustia financiera se instala en las casas de descuento y termina invadiendo los bancos de compensación. Sofocada por la penuria de liquidez, la especulación agoniza en mayo cuando se produce el derrumbe final.

En esta crisis, como en las anteriores, hubo gran indecisión acerca de lo que debía hacerse para atenuar los efectos del pánico. ¿La responsabilidad incumbía al tesoro o al Banco? ¿Debían suspender las limitaciones a la capacidad de descuento que la Ley Bancaria de 1844 imponía al Banco? ¿Cuándo y a quién le debía prestar? ¿Sólo a las casas con títulos conocidos y respetados por mucho tiempo o a cualquiera que presentara una garantía aceptable? ¿Cómo definir una garantía aceptable en tiempos de crisis? ¿Podía permitirse el aumento de la oferta monetaria sin ninguna restricción?

Este debate multiforme se presentaba periódicamente sin que hubiese conclusiones definitivas, ni entre los dirigentes del Banco, ni en la City, ni dentro del gobierno. No obstante, el volumen y la complejidad de la actividad financiera crecieron a lo largo del siglo diecinueve; el entrelazamiento de las obligaciones y la influencia de las conexiones internacionales hicieron que las crisis financieras fueran más dolorosas y difíciles de soportar, con consecuencias más amplias y más inciertas; al final, la influencia que las decisiones del Banco ejercían sobre el conjunto del sistema financiero fue tal que las acciones inoportunas tenían repercusiones nefastas. La experiencia práctica de las externalidades negativas en las situaciones de crisis y las mayores repercusiones de las acciones del Banco frente a las de cualquier otro socio financiero de la City ganaron terreno. Así, la formalización de esta experiencia en la exposición rigurosamente

articulada de Bagehot encontró un terreno propicio. Ésta fue reconocida enseguida como la doctrina clásica del prestamista de última instancia, como la formulación de una racionalidad colectiva, en tanto conjunto de principios destinados a guiar la conducta del Banco ante situaciones singulares. Esta doctrina tuvo aceptación general porque los financieros influyentes percibieron que la ayuda a los competidores en angustias servía a sus intereses, puesto que la quiebra de los competidores ejercía un efecto de retorno sobre su propia solidez. El contagio era, entonces, el peligro que se debía combatir. Para ello se requería una fuente de liquidez externa a los mercados monetarios y suficientemente independiente en sus acciones para que no fuera rehén de sus beneficiarios. La racionalidad colectiva del prestamista de última instancia se pudo identificar y hacer explícita en el momento en que fue posible distinguir conceptualmente entre la estabilidad global del sistema financiero y la suerte de las instituciones particulares. Ése fue el mérito de Bagehot [García y Plants 1988]: enunciar principios generales y reglas de conducta compatibles.

Los principios generales son los siguientes. El préstamo de última instancia no debe tener consecuencias duraderas que pongan en peligro el orden monetario, es decir, la confianza inquebrantable en la convertibilidad-oro de los billetes emitidos por el Banco de Inglaterra en tiempos normales. El apoyo financiero otorgado por el banco debe anticiparse a la crisis de liquidez y ser temporal; debe ser otorgado con el único fin de mantener la estabilidad global del sistema financiero; lo que debe excluir el auxilio a las instituciones que han quebrado. Estas últimas deben ser vendidas a nuevos propietarios y recapitalizadas.

De estos principios se derivan prescripciones precisas, pero cuya puesta en práctica implica la interpretación y la evaluación de cada situación particular: prestar sin límites cuantitativos y sin discriminación, para sofocar los pánicos, a todos los prestatarios sanos (sean bancarios o no, financieros o no). La calidad de los prestatarios se define por la de las garantías que presenten. Garantías aceptables son los títulos de cualquier naturaleza que se reputen de buena calidad en tiempos normales. El Banco debe aceptarlos a sus valores anteriores a la crisis para que los deudores no sean penalizados por la baja generalizada de los precios de los activos financieros que se vuelven ilíquidos debido a la crisis sistémica. Además, el préstamo de última instancia debe ser otorgado a tasas de penalización que desestimulen a los prestamistas para mantener recursos cuando hay otras fuentes de liquidez disponibles. La penalización se justifica también como una prima de riesgo para el Banco, que debe cubrir

las pérdidas potenciales inherentes a la aceptación de garantías a valores anteriores a la crisis. La última recomendación tiene que ver con la credibilidad. Para mantener la confianza del público y evitar el azar moral, es necesario anunciar los principios por anticipado y seguirlos estrictamente.

El Banco hizo esto con mucha eficacia. En abierto contraste con lo que sucedió en Estados Unidos, las crisis financieras de 1878, 1890 y 1907 no degeneraron en pánicos bancarios generalizados. El salvamento de la empresa Baring Brothers en 1890, especialmente, fue un episodio significativo de una lógica de situación administrada con maestría por el Banco de Inglaterra a la luz de los principios de Bagehot. La empresa tuvo graves dificultades financieras en noviembre de 1890, luego del incumplimiento de las obligaciones de Argentina [Kindleberger 1978]. Cuando la situación financiera de Baring se hizo pública, el Banco de Inglaterra tuvo miedo al pánico. Pero sus reservas de oro eran bajas y el aumento de la tasa guía para reconstituirlas se juzgó inoportuno en ese contexto. Después de conversar con el Ministro de Finanzas, el Banco de Inglaterra obtuvo un préstamo del Banco de Francia para fortalecer sus reservas. Formó un comité de expertos conformado por dirigentes de la banca y financieros de la City para evaluar el monto de los títulos argentinos existentes en el mercado. Al final, el Banco se opuso al descuento de las letras de cambio presentadas por Baring, después de que los expertos concluyeron que la empresa era solvente a largo plazo a condición de concederle entre 8 y 9 millones de libras. El Gobernador del Banco logró con el Ministro que el gobierno compartiera las pérdidas sobre los títulos de Baring que el Banco iba a descontar. Seguro de este acuerdo, el Gobernador reunió a los propietarios de 11 bancos privados para convencerlos de que contribuyeran a un fondo de garantía destinado a cubrir las obligaciones de Baring. También logró que el Banco del Estado de Rusia no retirara 2.4 millones de libras depositadas en Baring. Se constituyó un fondo de 7.5 millones de libras esterlinas que luego aumentó a 10 millones. Esto impresionó a la opinión y permitió reestructurar la empresa sin desencadenar pánico. El 25 de noviembre de 1890 se constituyó una nueva empresa, Baring Brothers & Company, con un capital de un millón de libras.

### **El Banco de Inglaterra: *primum inter pares* en el mercado monetario**

La doctrina de Bagehot no agotó las responsabilidades colectivas del Banco de Inglaterra. Su papel de agente de compensación de los sistemas de pagos hizo que su tasa de descuento fuera una variable crucial del mercado monetario. Pero esto no dictaba una línea de

conducta predeterminada a la manipulación de las tasas de descuento [*Bank rate*]. El desarrollo de los mercados financieros en Londres y el establecimiento de bancos extranjeros en la City, a partir de 1850, aumentaron considerablemente la influencia internacional de la tasa del Banco. Pero éste competía con las demás instituciones monetarias establecidas en Londres y debía lograr beneficios para remunerar a sus accionistas, como cualquier otra firma privada.

Es cierto que el Banco tenía responsabilidades únicas en el manejo de las finanzas del Estado. Este papel contribuyó de modo importante a fortalecer su prestigio en la City. Sin embargo, la preocupación del Banco por sus propios beneficios entró en conflicto con la aparición de sus responsabilidades colectivas [Sayers 1957], puesto que la restricción de rentabilidad llevaba lógicamente a que los administradores del Banco mantuvieran la competencia para limitar sus riesgos propios. La prudencia se puso de moda, hasta tal punto que el Banco debió asumir tres tareas: garantizar la convertibilidad-oro de sus billetes dentro del marco de la Ley Peel, satisfacer las necesidades financieras del Estado y preservar el ingreso de los accionistas. Estas tareas eran tan difíciles de conciliar que sus reservas libres en oro, es decir, no congeladas para el cubrimiento de los billetes, eran muy escasas con respecto a sus obligaciones líquidas con los agentes residentes y no residentes.

Durante varias décadas, la restricción de beneficios había llevado a que el banco se ajustara a la tasa del mercado monetario. No ejercía ninguna acción estabilizadora. Cuando la demanda de crédito comenzaba a ampliarse en la fase ascendente del ciclo, el Banco conservaba una tasa de interés baja para mantener su porción del mercado, aunque habría debido endurecer las condiciones monetarias elevando oportunamente su tasa de descuento para evitar la destinación del crédito a la especulación. Cuando la crisis explotaba y el Banco perdía reservas, elevaba brutalmente su tasa; lo que estrangulaba la liquidez y precipitaba las quiebras bancarias. El aprendizaje de sus responsabilidades colectivas cotidianas frente al mercado monetario era, entonces, el complemento lógico de la doctrina Bagehot. La necesidad de reaccionar a la red de restricciones que lo constreñían aumentó en los años 1870 con la transformación del entorno financiero. De un lado, aparecieron bancos comerciales con amplia superficie financiera, gracias al estatuto de sociedades por acciones. Estos bancos comerciales más sólidos, confinaron al Banco de Inglaterra a una parte marginal del mercado, pues los bancos londinenses absorbieron en sus sistemas de sucursales a los bancos rurales que hasta entonces colocaban en Londres una liquidez bastante sensible a la

tasa del mercado monetario. De otro lado, la generalización de la letra de cambio en libras esterlinas para financiar el comercio internacional hizo que los movimientos de capitales a corto plazo fueran muy sensibles a la tasa monetaria de la City. De modo que los cambios estructurales de la financiación hicieron obligatorio que el Banco jerarquizara sus tareas y encontrara medios permanentes para controlar el mercado monetario, puesto que la pérdida de influencia en las tasas interés era un riesgo grave: podía amenazar la convertibilidad de los billetes y ocasionar una erosión de sus ingresos. Al carecer de un medio legal para imponer reservas obligatorias fraccionadas a los bancos comerciales, el Banco de Inglaterra tuvo que inventar el arte del banquero central. No hay un ejemplo más puro de un modelo histórico evolutivo para entender la aparición de una racionalidad colectiva a partir de la dinámica de los mercados.

En 1878, por vez primera, el Banco tomó la decisión de negociar a la tasa del mercado sólo con sus clientes particulares. Con los intermediarios financieros negociaría, en adelante, a una tasa oficial superior a la del mercado, fijada discrecionalmente por el Banco [Sayers 1976]. Con ello, el Banco logró conciliar su función comercial y su papel de institución central, dedicada a guiar y controlar el sistema financiero en interés del público. La tasa de redescuento se convirtió en la tasa máxima del mercado monetario. Obteniendo préstamos en el mercado para reducir la liquidez, el Banco impidió que la tasa del mercado fuera independiente de la suya propia. Esta última pasó a ser flexible en función del estado de las reservas de oro y de las indicaciones proporcionadas por la compensación de las posiciones interbancarias acerca del estado de las tensiones a corto plazo en el mercado monetario. A medida que progresó el aprendizaje de las informaciones que el Banco transmitía al mercado mediante las variaciones de su tasa guía, la respuesta de los bancos se hizo más precisa en tiempo y amplitud. En la City se desarrolló un saber práctico compartido a partir de la diferenciación de roles.

El Banco tomó disposiciones técnicas, como la experimentación con el mercado abierto en la década de 1890, para reforzar la transmisión de sus decisiones al mercado. Verdadero emblema del poder del Banco Central, la tasa oficial era solemnemente anunciada cada semana por el Consejo de Directores sin ningún comentario. El único informe sobre la política del Banco puede ser consultado en los Archivos del Congreso, gracias a la respuesta al cuestionario de la Comisión Monetaria norteamericana de 1909. De modo significativo, el comunicado no hace mención alguna a los objetivos de política monetaria, a diferencia de lo que suelen hacer los bancos centrales de

nuestros días. El Banco no buscaba incidir en la actividad económica ni estabilizar los precios, ni se preocupaba por los desequilibrios de la balanza de pagos. Sólo tenía un imperativo categórico: *garantizar la convertibilidad-oro de sus billetes*. Esta regla evitó los conflictos estratégicos entre el Banco y el gobierno, y aseguró su independencia. Pero en ningún caso era un piloto automático para la gestión, al contrario de lo que los teóricos cuantitativistas querrían hacer creer. La regla debería ser interpretada en las condiciones del mercado monetario para formar un juicio a partir del cual el Consejo de Dirección tomaba una decisión sobre la tasa de interés del Banco.

Cada semana debía decidirse si las reservas libres de oro eran adecuadas o no para anticipar los movimientos próximos. Estos últimos se referían a las erogaciones internas y externas. Además de la proporción entre reservas libres y pasivo exigible, el Gobernador también vigilaba el monto absoluto de reservas. Como el Banco operaba con un margen muy estrecho, el Gobernador tenía una opinión sobre el mínimo crítico absoluto. Las erogaciones estacionales previstas también podían influir en la tasa del Banco, igual que las fluctuaciones extremas. La economía norteamericana era muy sensible a los ciclos agrícolas y la inelasticidad de su sistema monetario ocasionaba fuertes demandas estacionales de oro en Londres, que los administradores del Banco debían prever.

El poder que el Banco Central ejercía sobre los movimientos de oro con su tasa oficial era esencialmente monetario y a un plazo muy corto gracias a los movimientos internacionales de capitales. Hasta la crisis de otoño de 1907, cuando el Banco tuvo que subir su tasa al 7 por ciento, nunca se habían considerado las repercusiones a mayor plazo, para el intermediario, de las tasas de deuda de los bancos y de la demanda de crédito. Habitualmente, la tasa del Banco sólo variaba entre el 3 y el 5 por ciento, cuando concluía que la influencia en las condiciones del crédito era reducida. *Es decir, por la importancia decisiva de la elasticidad de los movimientos internacionales de capitales para la estabilidad del sistema del patrón oro*. Esta elasticidad dependía exclusivamente de la capacidad de presión que la tasa oficial del Banco ejercía sobre la tasa del mercado monetario. Como los bonos del tesoro eran insignificantes, el Banco no tenía en portafolio títulos inmediatamente negociables en un mercado profundo y renuente de efectos públicos. La venta y compra directas de papeles negociables de calidad estrictamente definida con sus clientes privados era una técnica de punta. La relación esencial utilizaba la jerarquía del sistema bancario londinense. El trabajo de verificación y de descuento de los efectos de comercio internacionales aceptados por los bancos del

mundo entero era efectuado por las tasas de descuento londinenses. Cuando el Banco quería reducir los fondos disponibles en el mercado monetario, extraía una liquidez que servía a las casas de descuento para financiar sus compras de títulos internacionales. Para esto, el Banco tomaba préstamos de fondos que habrían sido prestados en el mercado monetario. Sólo a partir de 1906 la estructura del sistema financiero se transforma hasta tal punto que obliga a que el banco adecúe sus métodos, y empieza a prestar directamente a los bancos de compensación que se habían convertido en grandes bancos comerciales. Bajo la guía del Banco de Inglaterra comienza a bosquejarse el mercado oligopolístico de descuentos que prevalecería después de la primera guerra mundial.

El Banco de Inglaterra ejercía una acción tan fina sobre la coyuntura global que el mercado monetario de Londres resumía el estado de las tensiones financieras mundiales. De un lado, los no residentes tomaban préstamos a corto plazo en Londres porque la letra de cambio en libras esterlinas era el medio de pago universal en el comercio internacional. De otro lado, los no residentes mantenían saldos líquidos en los bancos ingleses para beneficiarse del crédito internacional de esos mismos bancos. Por ello, el Banco de Inglaterra podía presionar el conjunto de las tasas internacionales a corto plazo interviniendo en el mercado interbancario entre los bancos receptores de aportes de capitales y las tasas de descuento que les hacían préstamos [Van Cleveland 1976]. El principal canal de influencia del cambio en las tasas de interés monetarias sobre la economía real pasaba por la variación del costo de financiamiento de los inventarios, en una época en que el mercado mundial de materias primas jugaba un papel decisivo en la actividad industrial [Vidal 1989].

La regulación macroeconómica del Banco de Inglaterra se pone en evidencia, entonces, por su sutileza. Un incremento del crédito internacional entrañaba un crecimiento de los inventarios que se debían financiar más rápido que el crecimiento de las ventas. Las casas de descuento de Londres se veían cada vez más solicitadas para descontar las cartas de crédito emitidas en el comercio internacional y aceptadas por los bancos. Debían, entonces, endeudarse para conseguir liquidez. La presión sobre las tasas de interés de los efectos de comercio internacionales repercutía en la tasa del mercado interbancario de Londres. Cuando los bancos se acogían al redescuento, el margen entre la tasa de interés del mercado y la tasa oficial del banco se reducía. Éste era un primer indicador de tensión financiera. Si el banco redescontaba un volumen creciente de efectos elegibles a la misma tasa, debía emitir como contrapartida un monto equivalente



de moneda en su departamento de banca. Esto provocaba un aumento del pasivo exigible en encaje-oro libre en el departamento de emisión. Éste era el segundo y más importante indicador de tensión. El banco decidía aumentar su tasa, en una magnitud adquirida por la experiencia, para restablecer la proporción deseada. La incidencia en la tasa fijada por las casas de descuento era inmediata y la repercusión sobre la financiación del comercio internacional muy rápida. Al mismo tiempo, la liquidez, atraída por la mayor remuneración, afluyó al mercado monetario londinense. Este movimiento de capitales a corto plazo tendía a apreciar la libra esterlina; lo que generaba una reacción en los bancos centrales de los otros países ligados al patrón oro. La conexión así establecida entre el manejo de la coyuntura mundial por el Banco de Inglaterra y la estabilización de las tasas de cambio por los bancos centrales extranjeros determinaba una dinámica estable [Aglietta 1990].

## LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES

¿Pueden extraerse algunas lecciones de la evolución de los sistemas monetarios posterior a la época crucial en que los bancos centrales asumieron el papel dirigente de las condiciones del crédito?

Los sistemas jerarquizados donde la unidad de cuenta es puramente nominal se impusieron en el conjunto de países industrializados. Pese a la reanudación del debate académico, el retorno de la Banca Libre pura no parece ser una solución seria a los problemas planteados por la globalización financiera. Era inevitable que el triple proceso de innovación, desreglamentación e integración financiera desencadenara fuerzas desestabilizadoras que obligan a que los bancos centrales reconsideren los principios y los métodos de dirigir la moneda. Los ochenta fueron años de búsqueda de una nueva legitimidad. En Europa esta búsqueda tomó la vía de una desnacionalización de la regulación monetaria, primero con la creación de un sistema monetario Europeo y su transformación progresiva en principio de anclaje nominal de monedas nacionales bajo el Deutschemark, luego con la perspectiva de la Unión Monetaria. Esta evolución de gran alcance puede sacar partido de las enseñanzas de la historia monetaria anterior a la primera guerra mundial, en la medida en que invierte las tendencias que habían sido preponderantes en la mayor parte del siglo veinte.

### La politización de la moneda y su cuestionamiento

En la mayoría de los países occidentales, los trastornos de las guerras mundiales y de la depresión de los años treinta llevaron a nacionali-

zar la moneda y a transferir su control al Estado. Los treinta años anteriores al final de la segunda guerra mundial fueron los del advenimiento de la sociedad salarial y los treinta siguientes fueron, los de su desarrollo. El lugar del Estado en la economía se modificó. Los grupos sociales organizados tejieron múltiples compromisos institucionales indispensables para la cohesión de la sociedad que influyen en la formación de sus ingresos. Es un capitalismo organizado que se expande en los espacios nacionales en la época del gran crecimiento.

Las incidencias de esta evolución sobre la moneda fueron drásticas, tanto en las ideas como en los hechos. La idea, impensable en el siglo XIX, de que es posible orientar la evolución económica para lograr las finalidades sociales mediante la política monetaria se convirtió en un saber ampliamente compartido. La noción misma de política monetaria, es decir, de una estrategia que guíe la forma en que el dinero influye en la economía, es una racionalidad económica radicalmente distinta de la del Banco de Inglaterra bajo el patrón oro, puesto que el anclaje establecido por la definición de la unidad de cuenta en oro expresaba la confianza inquebrantable en la validez de las magnitudes nominales y, en consecuencia, de los contratos basados en estas magnitudes. Para los agentes económicos, la convertibilidad-oro significaba que la preservación del valor nominal de los contratos privados era un contrato de la sociedad entera con cada individuo. Ésta era una norma superior a las finalidades económicas que los gobiernos habrían podido lograr manipulando la moneda. Esta actitud religiosa con respecto a la convertibilidad era una creencia muy difundida y protegía el banco central de las influencias políticas.

La abolición del patrón oro crea el problema de la legitimidad de los signos monetarios. La unidad de cuenta parece arbitraria. El banco central se convierte en blanco de fuerzas contradictorias que actúan sobre el poder de compra del dinero. Cuando no está directamente expuesto, el banco se involucra a través de sus relaciones con el Estado, que es juez y parte frente a la inflación. Así, el dinero se controló de manera diferente según el país. Diversos elementos estructurales influyeron en la elección de la regulación monetaria: existencia o no de mercados desarrollados de títulos de deuda pública; grado de protección y, por tanto, de solidez del sistema bancario ante el riesgo de insolvencia; preponderancia de la financiación con intermediarios o recurso a los mercados de capitales; amplitud y severidad del control de cambios, reglamentación explícita de la tasa de interés por las autoridades e implícita por el oligopolio bancario.

En estos sistemas separados nacionalmente y con una apertura limitada, la política monetaria era un complemento de la política econó-

mica, que buscaba principalmente el pleno empleo y secundariamente el equilibrio de la balanza de pagos. La estabilidad de los precios sólo era considerada de manera relativa: con respecto a los demás países, para la competitividad en los países más abiertos; con respecto al arbitraje entre la inflación y el subempleo en los países más grandes. La regulación monetaria propiamente dicha se repartía entre dos regímenes polares que podían combinarse de diferentes maneras. Uno, vigente principalmente en los países anglosajones, actuaba sobre la estructura de tasas de interés influyendo directamente en el precio de la liquidez que el banco central ponía a disposición de la economía. El otro, vigente principalmente en Europa continental, actuaba sobre la disponibilidad de crédito bancario, influyendo en el comportamiento de los bancos, fuera encuadrando directamente sus créditos, fuera controlando estrechamente, en el margen, la cantidad de sus recursos líquidos.

Esas regulaciones monetarias nacionales tropezaron con los obstáculos de la inflación y la apertura internacional. La reacción de los agentes privados ante la inflación produjo cambios estructurales en la financiación. Los grandes choques macroeconómicos de los años setenta provocaron una contrarrevolución en las doctrinas y las prácticas de las autoridades monetarias. Las crisis financieras revelaron la fragilidad de los bancos y la inestabilidad de los mercados cuando la integración internacional debilitó los oligopolios nacionales. La función de prestamista de última instancia volvió al primer plano y su compatibilidad con la política monetaria se planteó agudamente en Estados Unidos. La búsqueda del anclaje nominal de los precios se volvió a convertir en un imperativo categórico de la política monetaria, y desapareció la idea de un arbitraje entre objetivos conciliables. El empleo se convirtió en la variable de cierre en la que se concentran todos los desequilibrios. El equilibrio de la balanza de pagos se volvió obsoleto con la integración financiera, pues la confianza en el valor externo de una moneda permite financiar déficit considerables y duraderos.

Así, los canales de influencia recíproca entre el dinero y la economía reencontraron numerosos rasgos comunes con los de la época en que el Banco de Inglaterra afinaba la puesta en práctica de la doctrina que había forjado: la débil inflación tendencial, la inestabilidad a corto plazo de los mercados financieros, los ciclos de crédito, la gran importancia de las tasas de interés a largo plazo y su cuasi-independencia con respecto a las oscilaciones a corto plazo de la política monetaria y la creciente preocupación por las tasas de cambio. Pero hay una diferencia esencial con respecto a esa época anterior. Los

sistemas de pagos se basan en monedas fiduciarias cuya calidad está indisolublemente ligada a la preservación en el tiempo del valor de los contratos realizados en la unidad de cuenta. A pesar de las vehementes exhortaciones de ciertos medios académicos para restaurar una unidad de cuenta mercancía que sería definida por una regla internacional, parece poco probable que se siga esta vía. La independencia de los bancos centrales es un símbolo que resulta de la confrontación entre la desnacionalización creciente de la regulación monetaria y la abstracción cada vez mayor de los signos monetarios, puesto que esta abstracción, experimentada por cada uno en la práctica cotidiana, hace ilusorio resucitar el símbolo fundador del orden monetario anterior: la creencia íntima en una equivalencia entre el dinero y una fuente de valor intrínseca.

### **La independencia de los bancos centrales y el misterio de la legitimidad de las instituciones**

El banco central ofrece una garantía contra la arbitrariedad del signo monetario, una defensa contra el nominalismo. Esta garantía debe ser una creencia íntima de los agentes privados, cuando la cultura económica moderna prohíbe dar a esta garantía la figura simbólica de una realidad 'natural'. No obstante, es claro que una creencia unánime, para que sea sólida y persistente en situaciones de crisis donde el banco central se ve llevado a adoptar políticas muy alejadas de su conducta habitual, sólo puede funcionar a la manera de un mito. De ahí se deriva su carácter simbólico. No es un intercambio con los individuos sino un pacto con la sociedad. La confianza no se establece mediante un contrato, sino que se logra con un ritual. El mito consiste en la creencia en la exterioridad de la institución frente a los conflictos que atraviesan la sociedad, lo que le confiere el estatuto de ser un mediador imparcial.

Para el banco central, la independencia es la figura de esta exterioridad mítica. Para garantizar la legitimidad del dinero, el banco central debe parecer exterior a los intereses de las partes que se oponen a la administración de la liquidez. Esta exterioridad debe seguir siendo creíble sin impedir que el banco central desempeñe su papel político de regular la moneda y, por tanto, sin impedir que siga la acción discrecional que se requiere. La independencia aparece, entonces, como un principio monetario, pero no como una regla operativa que transformaría la acción del banco central en un piloto automático. Por esto, los textos fundamentales del Bundesbank y del futuro banco central europeo afirman su independencia y les confieren la misión de estabilizar los precios. Pero en su gran sabiduría, estos textos se guardan bien de precisar qué es la estabilidad de precios, pues se

privaría al banco central de su capacidad para juzgar en contextos imprevisibles. La independencia es un símbolo que funciona cuando el banco central puede adoptar políticas flexibles, para responder equitativamente a diversos desequilibrios, sin ser sospechoso de amenazar la estabilidad de los precios.

El principio de la estabilidad de los precios, que legitima la independencia de los bancos centrales, es un marco de referencia para tomar decisiones, no una regla que sustituye a las decisiones. Esta referencia expresa una representación de la restricción monetaria comúnmente aceptada en las economías contemporáneas, y que éstas institucionalizan.

Con la moneda pasa igual que en el derecho: la política monetaria debe ser legitimada frente al anclaje de los valores nominales, como las leyes frente a la constitución. La moneda, como la ley, debe estar al servicio de todos. Una y otra son creaciones de un poder instituyente, un poder que debe autolimitarse en apariencia para que su legitimidad sea reforzada en la comunidad nacional. No debe parecer que se ejerce en favor de grupos particulares, ni del Estado del mismo.

Como la independencia del banco central tiene la naturaleza de una garantía simbólica, mientras que su práctica la inserta profundamente en la economía, los procedimientos que permiten evitar la confusión de esos niveles formales tienen gran importancia. Las culturas nacionales son muy diferentes a este respecto. La situación del Bundesbank y la del Banco de Inglaterra muestra una gran distancia cultural, que desempeña un gran papel en la hostilidad inglesa al camino codificado en Maastrich.

El Bundesbank se vale de una independencia *de jure*; está separado estatutariamente de los órganos ejecutivos del gobierno. Sus competencias y su misión se enuncian jurídicamente. La responsabilidad de la política monetaria no es compartida. Por el contrario, el Banco de Inglaterra debe afirmar, en su práctica, una independencia *de facto*, pues la definición de sus tareas es muy amplia, pero las responsabilidades de la política monetaria se ejercen en estrecha colaboración con el Tesoro y bajo la tutela del Ministerio de Finanzas. Pero la interacción del Banco con la City, mantenida durante un extenso período, le confiere una autoridad y una iniciativa muy grandes para desempeñar su papel de banco de los bancos.

La oposición entre los procedimientos calificados de independencia *de jure* y *de facto* no debe cristalizarse. Es cierto que la postura de exterioridad del Bundesbank con respecto a los conflictos que generan inflación es más visible; obra conforme a su estatuto jurídico. El

Banco de Inglaterra debe justificar sus acciones y defender sus opiniones en un debate más intenso. En Inglaterra, la política monetaria está sometida, como lo estaba ya a principios de siglo, a una doble interpelación permanente: la del parlamento y la de la prensa económica. El debate lleva a que el Tesoro y el Banco elaboren una posición común que es explicada y refutada, pero también emanada de la opinión pública. Se forja, así, un interés general mediante el cual se adquiere la legitimidad monetaria. Por su parte el Bundesbank es, por el modo de reclutar sus dirigentes, un golpe de opinión pública, pues está en contacto con los poderes económicos y financieros locales, las asociaciones de ahorradores y las autoridades públicas regionales. La diferencia entre ambos países reside, finalmente, en sus diferentes estilos de vida democrática. Para resguardarse del 'despido' (la desconfianza en la política monetaria), el Bundesbank puede contar con la lealtad; el Banco de Inglaterra debe afrontar la 'votación' (el debate democrático).

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, M. y Orléan, A. 1983. *La violence de la monnaie*, PUF.
- Aglietta, M. 1990. "Intégration financière et régime monétaire sous l'étalon-or", *Revue d'Économie Financière* 14, 25-51.
- Alleau, R. 1977. *La science de symboles*, Payot.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street*, reimpresión de Homewood III, Richard D. Irwin, 1962.
- Bordo, M. 1990. "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience", *Federal Bank of Richmond Economic Review*, enero-febrero, 18-27.
- Brimmer, A. 1989. "Central Banking and Systemic Risks in Capital Markets", *Journal of Economic Perspectives* 3, 2.
- Cannon, J. 1911. "Clearing Houses: Their History, Models and Administration", *National Monetary Commission*, v. 6, Washington.
- Cartelier, J. 1990. "Payment Systems and Dynamics in a Monetary Economy", Conference on Monetary Theory, Jerome Levy Economics Institute, noviembre.
- Clower, R. 1976. "A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory", Clower, R. editor, *Monetary Theory*, Penguin Books, 270-297.
- Cohen, D. 1986. *Monnaie, richesse et dette des nations*, CNRS.
- Cooper, R. 1989. "Is Private Money Optimal?", *Cato Journal* 9, 2, 392-396.

- Diamond, D. y Dybvig, P. 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91, 3 junio, 401-419.
- Dupuy, J. 1988. "Common Knowledge et sens commun", *Cahiers du CREA* 11, abril.
- Eichengreen, B. 1985. *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, Nueva York.
- Folkerts, L. 1990. "Systemic Financial Risk in Payments Systems", *IMF Working Papers* 310, julio.
- García, G. y Plantz, E. 1988. *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*, Balinger Press, Cambridge M.A.
- Gilbert, R. y Wood, G. 1986. "Coping With Bank Failures, Some Lessons from the US and the UK", *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review* 68, 10, diciembre, 5-14.
- Glasner, D. 1989. *Free Banking and Monetary Reform*, Cambridge University Press.
- Goodfriend, H. 1988. "Money, Credit, Banking and Payments System Policy", *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, 89-3.
- Goodhart, C. 1988. *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Gorton, G. 1985a. "Bank Suspension of Convertibility", *Journal of Monetary Economics* 15, marzo, 177-193.
- Gorton, G. 1985b. "Banking Theory and Free Banking History", *Journal of Monetary Economics* 16, septiembre, 267-276.
- Greenfield, R. Yeager, L. 1983. "A Laissez-faire Approach to Monetary Stability", *Journal of Money, Credit and Banking* 15, 3, agosto, 302-315.
- Hahn, F. 1990. "Liquidity", Friedman, B. y Hahn, F. editores, *Handbook of Monetary Economics*, v. 1, North Holland.
- Hawtrey, R. 1932. *The Art of Central Banking*, Logmans Green, Londres.
- Hayek, F. 1978. *Denationalization of Money*, Institute of Economic Affairs, segunda edición, Londres.
- Hetzel, R. 1987. "Henry Thornton: Seminal Monetary Theorist and Father of the Modern Central Bank", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, julio-agosto, 3-16.
- Humprey, T. 1989. "Lender of Last Resort: The Concept in History", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, marzo-abril, 8-16.
- Kaufman, G. 1988. "Bank Runs: Causes, Benefits and Costs", *Cato Journal* 8, invierno, 559-588.
- Kindleberger, C. 1978. *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books.

- Kisch, C. y Elkin, W. 1932. *Central Banks*, MacMillan, cuarta edición, Londres.
- Koch, H. 1983. *L'histoire de la Banque de France et de la monnaie sous la 4eme République*, Dunod.
- Koch, H. 1964. "La Banque de France", *Tendances* 28, abril.
- Krugman, P. 1990. "Speculative Attacks on Target Zones", *CEPR-NBER Conference*, Warwick, julio 10-11.
- Menger, C. 1982. "On the Origin of Money", *Economic Journal*, 2.
- Orléan, A. 1991 y 1992. "L'origine de la monnaie", *Revue du Mauss* 14, primera parte, cuarto trimestre de 1991, 126-152; 15-16, segunda parte, 1992.
- Ostroy, J. y Starr, R. 1990. "The Transactions Role of Money", Friedman, B. y Hahn, F. editores, *Handbook of Monetary Economics*, v. 1, North Holland.
- Plessis, A. 1982. "La Banque de France et les relations monétaires internationales jusqu'en 1914", *Relations Internationales* 29.
- Plessis, A. 1985. *La politique de la Banque de France de 1851 à 1870*, Droz, Genève.
- Rolnick, A. y Weber, W. 1984. "The Causes of Free Bank Failures: A Detailed Examination", *Journal of Monetary Economics* 14, octubre, 267-291.
- Sayers, R. 1957. *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press.
- Sayers, R. 1976. *The Bank of England 1891-1914*, Cambridge University Press.
- Scialom, L. 1991. "Monnaie et Banque Centrale en Europe", Tesis de doctorado, Paris X-Nanterre.
- Selgin, G. y White, L. 1987. "The Evolution of a Free Banking System", *Economic Inquiry* 27, julio, 439-457.
- Selgin, G. 1988. *The Theory of Free Banking*, Rowman and Littlefield, Totowa.
- Shubik, M. 1990. "The Game Theoretic Approach in the Theory of Money and Financial Institutions", Friedman, B. y Hahn, F. editores, *Handbook of Monetary Economics*, v. 1, North Holland.
- Simmel, G. 1987. *Philosophie de l'argent*, PUF.
- Tallman, E. 1988. "Unanswered Questions about Bank Panics", *Federal Bank of Atlanta Economic Review*, noviembre-diciembre, 2-21.
- Thornton, H. 1939. *An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain (1802)*. Hayek, F. A. editor, Rinehart and Co., Nueva York.
- Timberlake, R. 1978. *The Origins of Central Banking in the US*, Harvard University Press, Cambridge M.A.



- Timberlake, R. 1984. "The Central Banking Role of Clearing House Associations", *Journal of Money, Credit and Banking* 16, febrero, 1-15.
- Toniolo, G. editor. 1988. *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, De Gruyter, Berlín-Nueva York.
- Van Cleveland, H. 1976. "The International Monetary System in the Interwar Period", Roeland B. M., editor, *Balance of Power or Hegemony: The Interwar Monetary System*, Lehrman Insitutte, New York University Press, Nueva York.
- Vidal, J. 1989. *Les fluctuations internationales*, Economica.
- White, L. 1984. *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press.
- White, L. 1989. "What Kinds of Monetary Institutions Would a Free Market Deliver?", *Cato Journal* 9, 2 otoño, 367-403.
- White, L. 1990. "Competitive Monetary Reform", *Journal of Monetary Economics* 26, agosto, 191-202.