



Universidad Nacional de La Plata



**Décimas Jornadas de Economía
Monetaria e Internacional
La Plata, 12 y 13 de mayo de 2005**

Internacionalización Monetaria y Bancaria
Jorge C. Ávila (Universidad del CEMA)

Internacionalización Monetaria y Bancaria

Jorge C. Ávila¹
Universidad del CEMA
Versión de noviembre de 2004

Abstract: The paper combines a brief review of basic monetary theory, a discussion of the critical monetary and banking experience undergone by Argentina between 1980 and 2002, an essay on the stability of velocity of circulation and a proposal for reform. Our thesis is that after a hyperinflation episode (or under currency substitution), when velocity of circulation stops being a parameter to become a very volatile magnitude, an independent or active monetary policy (a floating exchange-rate regime) becomes a high-risk policy. After reviewing some proposals for monetary and banking reform by well-known international economists, all of them doing without a national central bank, we advance the proposal to substitute a reserve currency (dollar, euro) for the national currency, and an offshore banking system that works under the jurisdiction of the issuers of reserve currencies for the present onshore banking system. The whole point is to import from the “islands of stability of the world” basic economic institutions with very high reversion costs to provide the country with the widest possible stability horizon.

INDICE	
Introducción	1
I. Modelo Monetario Básico	3
II. Narración Histórica	7
1980: Pánico bancario suave	7
1982: Nacionalización de depósitos	8
1989: Hiperinflación	10
1990: Conversión unilateral de depósitos	12
1995: Pánico bancario agudo	13
2001: Pánico bancario fatal	17
III. El Problema	19
IV. Propuestas Internacionales	23
Simons	23
Hayek	24
Mundell	25
Free Banking	27
V. Propuesta para Argentina	28
VI. Conclusión General	32
Apéndice: Devaluación de 2002	34
Referencias Bibliográficas	36

¹ Agradezco los comentarios de Mario Teijeiro, Juan Carlos de Pablo, Adolfo Rodríguez Hertz, Daniel Naszewski y Martín Lagos. Todas las opiniones y los eventuales errores de este artículo son de mi exclusiva responsabilidad.

Introducción

Del fondo de los grandes libros de Alberdi y de Sarmiento nos viene insistentemente una advertencia: ¡Cuidado con la montonera! Dos siglos de vida independiente testimonian que la anarquía es un fenómeno recurrente en Argentina. Muchos han afirmado que dichos autores diagnosticaron acertadamente la naturaleza del problema argentino del siglo XIX pero que carece de sentido tomarlos como guía válida para interpretar el problema del siglo XX. Basta repasar, no obstante, la historia monetaria y bancaria argentina desde 1980 para tomar conciencia plena de que la barbarie ha ganado la partida otra vez. Entre las recientes catástrofes sobresalen una hiperinflación y un pánico bancario con devaluación asimétrica. Durante el transcurso de la década que las separó, algunos de nosotros tuvimos la ilusión de que la combinación de una moneda nacional convertible y una banca onshore robusta era una buena aproximación a la organización monetaria y bancaria ideal para una economía emergente con un pasado de marcada inestabilidad. Es hora de reconocer que dicha ilusión ha muerto. Ahora cabe pensar un sistema resistente al paso de gobiernos ineptos y a rachas de mala suerte. Porque, además de la estabilidad financiera, están en juego la paz social y la organización económica nacional en sentido amplio. Esta historia de fracasos ha dejado una sociedad envenenada, ha dado argumentos al dirigismo y ha recreado la fantasía del camino socialista a la felicidad.

Dos citas de Alberdi (1852) ayudarán a definir la tradición de pensamiento que sirve de guía a este ensayo. La primera es una crítica a los constituyentes de 1826 y una defensa de la originalidad cuando se trata de pensar las instituciones básicas del país; la segunda ilustra su notable intuición sobre la conveniencia de anclar las leyes emanadas de la Constitución en acuerdos internacionales duraderos:

“El Congreso hizo mal en no aspirar a la originalidad. La constitución que no es original es mala, porque debiendo ser la expresión de una combinación especial de hechos, de hombres y de cosas, debe ofrecer esencialmente la originalidad que afecte esa combinación en el país que ha de constituirse. [...] No consiste (la originalidad constitucional) en una novedad superior a todas las perfecciones conocidas, sino en la idoneidad para el caso especial en que deba tener aplicación.” (Bases, pág. 25, edición de 1999.)

“Firmad tratados con el extranjero en que deis garantías de que sus derechos naturales de propiedad, de libertad civil, de seguridad, de adquisición y de tránsito, les serán respetados. [...] Para que esa rama del derecho público sea inviolable y duradera, firmad tratados por término indefinido o prolongadísimo. [...] Los tratados de amistad y comercio son el medio honorable de colocar la civilización sudamericana bajo el protectorado de la civilización del mundo.” (Bases, pág. 64 y 65, edición de 1999.)

Este ensayo no pretende desarrollar una novedad superior sino, más bien, encontrar una respuesta idónea para el caso argentino. ¿En qué consiste la idoneidad en nuestro tiempo? En supeditar la legislación nacional relevante a un conjunto de reglas supranacionales cuyo costo de repudio sea muy elevado. Desde un punto de vista práctico, nuestro propósito es contestar la siguiente pregunta: ¿cómo debe ser un sistema monetario y bancario que genere una oferta de crédito hipotecario a 30 años de plazo y a 6% de interés anual? Tenemos en mente este tipo específico de préstamo porque el crédito a largo plazo es la primera víctima de la devaluación y la violación de contratos.

Nuestra tesis es que con memoria hiperinflacionaria, cuando la velocidad de circulación deja de ser un parámetro para convertirse en una variable muy volátil, la política monetaria activa (tipo de cambio flotante) es una política de alto riesgo. La estabilidad monetaria sería entonces inalcanzable sin el soporte de una convertibilidad o una dolarización (eurización) o alguna forma de fijación cambiaria. Este tema fue desarrollado por Ávila (1997b). En esta ocasión, se incorpora el fenómeno de sustitución de monedas, que fue tratado ampliamente en la literatura especializada (Girton y Roper, 1981; Kareken y Wallace, 1981; McKinnon, 1996), se suma evidencia empírica y se afina la tesis sobre la volatilidad de la velocidad de circulación, la consecuente indeterminación del nivel de precios y la necesidad de fijar el tipo de cambio para determinar el nivel de precios. Pero la fijación no permite que el banco central actúe como prestamista de última instancia; es decir, lo inhabilita para cumplir su función básica. Por esta razón examinamos diversas propuestas internacionales de reforma monetaria y bancaria (Simons, 1948; Hayek, 1978; Mundell, 2000, y sobre free-banking, Selgin, 1988, y Dowd, 1996) que prescinden de un banco central nacional.

Nuestra propuesta consiste en sustituir la moneda nacional por una moneda de reserva (dólar, euro) y el sistema bancario onshore por uno offshore que opere bajo la jurisdicción de los bancos centrales emisores de monedas de reserva internacional. Diversos autores han propuesto la dolarización de la economía argentina (Rubinstein, 1999; Blasco Garma, 2001; Schuler y Hanke, 2002). Hasta donde sabemos, no hay antecedentes sobre propuestas de una banca offshore o internacionalizada, aunque un sistema de esta naturaleza funciona en El Salvador y en Nicaragua y aunque la banca comercial de los países de la zona del euro se ha convertido en offshore por la fuerza de los hechos. Desde luego, la propuesta involucra una cesión de soberanía nacional en el sentido tradicional del concepto; los nuevos billetes no llevarían la efigie de los próceres nacionales, la oferta de dinero no sería regulada por el banco central local y la oferta de crédito bancario no tendría como únicos destinatarios a los deudores locales. La idea dominante es importar instituciones en el sensible campo de la moneda y la banca comercial de la misma forma que el ingreso al ALCA supone importar de una jurisdicción supranacional la política arancelaria y las regulaciones relativas a las inversiones, los servicios, las compras gubernamentales, el medio ambiente y el mercado laboral. España e Irlanda, países pobres y periféricos hasta hace unos pocos años, cedieron soberanía en esas áreas a fin de ser admitidos al gran club de la Unión Europea.

Cabe agregar que la propuesta está concebida para un país que es sinónimo de extrema volatilidad. La larga historia de devaluaciones, inflación, hiperinflación, pánicos bancarios y expropiaciones de depósitos de Argentina no tiene par en los últimos 30 años, con la rara excepción de algunos países en Centroamérica y en Europa del Este. Para países estables y respetuosos del derecho de propiedad, como hay tantos en el mundo, esta propuesta puede ser innecesaria y hasta disparatada. Si bien creemos que la importación de instituciones en el sensible campo del dinero, el ahorro y el crédito es beneficiosa para cualquier país, con la lógica excepción de EEUU, UE y en menor medida Japón, que son exportadores de ellas.

En la primera sección desarrollamos el modelo monetario básico. Se trata de la teoría cuantitativa del dinero de Irving Fisher combinada con el enfoque monetario del balance de pagos y el modelo elemental de creación de dinero secundario. El propósito de la sección es tener a mano una teoría útil y flexible para explicar el comportamiento de diversas variables monetarias en el período 1980-2001. La segunda sección es una narración analítica de las principales crisis monetarias y bancarias que experimentó el país en dicho período, quizá el más convulsivo desde la creación del BCRA, en 1935. Se examinan el pánico bancario de 1980, la nacionalización de depósitos de 1982, la hiperinflación de 1989, la conversión

involuntaria de depósitos en bonos dolarizados de 1990 (plan Bonex), el pánico bancario de 1995 (efecto Tequila) y el pánico bancario de 2001. La tercera sección presenta una tesis renovada sobre la volatilidad de la velocidad de circulación. La cuarta sección revisa varias propuestas internacionales sobre reforma monetaria y bancaria que prescinden de un prestamista de última instancia nacional. La quinta sección desarrolla nuestro sistema internacionalizado, aclara algunas dudas y responde a varias críticas. La sexta sección corresponde a la conclusión general.

Argentina no tiene una moneda propia desde la hiperinflación y puede haber perdido la posibilidad de desarrollar un nuevo sistema bancario onshore a partir del pánico de 2001. Por consiguiente, tenemos dos alternativas: a) recrearle un papel al BCRA, recrear una demanda estable de moneda nacional, recrear la confianza de los depositantes en la banca onshore y apostar a que el esfuerzo rinda sus frutos en una o dos generaciones, cuando quizá el mundo haya empezado a manejarse con unas pocas monedas de reserva; b) darle crédito a la hipótesis de que el BCRA está demás y cerrarlo, darle curso legal a una moneda de reserva, y permitir y facilitar los depósitos en la banca offshore para toda la población, a fin de abrir de una buena vez el camino que lleva a la recreación del crédito barato a largo plazo.

I. Modelo Monetario Básico

El objeto de esta sección es desarrollar un modelo simple que facilite el examen del desempeño monetario y bancario argentino en el período 1980-2001. El punto de partida es la versión de Irving Fisher de la teoría cuantitativa del dinero (1911), que puede resumirse en esta ecuación:

$$1) M^s \cdot \bar{V} = P \cdot \bar{Y}$$

donde M^s es la oferta nominal de dinero (M1 = circulante en poder del público + cuentas corrientes); \bar{V} , la velocidad de circulación del dinero, que Fisher supuso esencialmente fija en el corto plazo y variable en el largo plazo a medida que se suceden las innovaciones institucionales y tecnológicas que afectan la cantidad de dinero demandada; P , el nivel de precios de la economía, e \bar{Y} , el ingreso nacional (en términos reales), que consideramos fijo en el corto plazo. En términos generales, la ecuación dice que el ingreso nominal de una economía (lado derecho) es igual a la oferta monetaria multiplicada por la velocidad de circulación (lado izquierdo). En un sentido específico, la ecuación destaca que una variación de la oferta monetaria determinará una variación equiproporcional del nivel de precios en el largo plazo. Este es el principio de neutralidad del dinero que fundamentó el pensamiento monetarista argentino hasta hace quince años. El largo plazo monetario fluctúa entre 18 y 24 meses en EEUU; rondó el trimestre durante la alta inflación argentina del período 1985-1988, y se acortó a un bimestre, o menos, durante la hiperinflación argentina, en 1989-1990 (Ávila, 1997a). En general, puede afirmarse que la posibilidad de incurrir en pérdidas de capital cada vez mayores a raíz de la creciente inflación incentiva un uso más eficiente de la información disponible. Esto implica una demanda de mejor información política y económica, de mejores modelos económicos y el uso de contratos contingentes,

formales o informales, todo lo cual contribuye a concretar ajustes más rápidos del nivel de precios.

En la práctica Fisher menospreciaba la influencia de la tasa de interés sobre la velocidad de circulación. Esta falla de la teoría cuantitativa fue enmendada en 1917 por Alfred Marshall y Arthur Pigou, quienes enfatizaron el papel de la tasa de interés como costo de oportunidad del dinero. Aunque el papel de la tasa de interés alcanzó su máxima expresión teórica en 1936 cuando Keynes postuló una demanda de dinero infinitamente elástica con respecto a ella. El avance aparentemente irreversible del uso de una moneda de reserva que se observa desde la década de 1980 en las economías emergentes de América latina y de Europa del Este ha puesto de relieve un nuevo costo de oportunidad del dinero nacional: la tasa esperada de devaluación. Además del fuerte incentivo para usar en forma eficiente la información disponible y para adoptar en forma generalizada contratos contingentes, dichas economías se caracterizan por un avanzado grado de dolarización que acentúa la volatilidad de la velocidad de circulación del dinero nacional. De esta manera, la vieja ecuación de la teoría cuantitativa da lugar a una nueva, que puede expresarse así:

$$2) M^S \cdot V(i, \alpha) = P \cdot \bar{Y}, \text{ donde } \frac{\partial V}{\partial i} > 0 \text{ y } \frac{\partial V}{\partial \alpha} > 0$$

$$3) i = i^* + DE = i^* + \left(\frac{E^e - E}{E} \right)$$

La ecuación 2 es una versión reformulada de la teoría cuantitativa; señala que la velocidad de circulación depende positivamente de la tasa de interés, i , y del grado de dolarización o sustitución de monedas, α . Esto implica que la velocidad aumentará cuando el mercado perciba una devaluación en el horizonte. La ecuación 3 representa la condición de paridad de tasas de interés. Señala que la tasa de interés en moneda nacional debe ser igual a la tasa de interés en la moneda de reserva más la depreciación esperada de la moneda nacional, DE ; ésta, a su vez, es igual a la diferencia porcentual entre el tipo de cambio futuro (entre la moneda nacional y la moneda de reserva), E^e , y el tipo spot, E . Con un tipo de cambio fijo, los aumentos de DE se reflejarán en aumentos iguales y simultáneos de la tasa interna, i .²

Ahora bien, cuando decimos que la velocidad aumenta también decimos que la cantidad de dinero demandada cae. Esta equivalencia queda de manifiesto al rescribir la ecuación 2 de la siguiente manera:

$$4) \frac{M^S}{P} = \frac{M^D}{P} = k(i, \alpha) \bar{Y}, \text{ donde } \frac{\partial k}{\partial i} < 0 \text{ y } \frac{\partial k}{\partial \alpha} < 0$$

² En Ávila (1997b) la influencia de la sustitución de monedas queda diluida en la influencia general de la tasa de interés sobre la demanda de dinero: la expectativa de devaluación aumenta la tasa de interés y esto conduce al público a economizar en sus tenencias de saldos reales y a sustituir moneda nacional por moneda de reserva internacional. Pero en la literatura especializada la influencia de cada variable se analiza por separado (Berg y Borensztein, 2000, es un buen ejemplo). Este enfoque puede deberse al fenómeno de histéresis que caracteriza al proceso de dolarización (Guidotti y Rodríguez, 1992).

donde el stock existente (ofrecido) de saldos reales es igual al stock deseado (demandado), por condición de equilibrio en el mercado monetario, y el stock deseado de saldos reales es igual a una fracción k (la célebre k de Cambridge) del ingreso nacional, que depende en forma negativa de la tasa de interés nominal y del grado de sustitución de monedas. O sea que k es la inversa de V .

De modo que cuando el mercado pasa a esperar una devaluación de la moneda nacional, la cantidad demandada de dinero, o coeficiente de monetización, cae por partida doble: una vez, por el aumento de la tasa de interés y, otra vez, por la sustitución de monedas. Según la experiencia argentina e internacional, la reacción de V ante cambios de la expectativa de devaluación puede ser aguda. La expectativa de una pequeña devaluación puede provocar un importante cambio de portafolio en contra de la moneda local, capaz de elevar significativamente V y de provocar un aumento equivalente de P , incluso cuando la oferta monetaria permanezca constante. Aquí tenemos un disparador de la hiperinflación. Cuando el dinero nacional pierde la cualidad de fiduciario se impone fijar el tipo de cambio para así fijar el nivel de precios. Por esta lógica económica, la fijación del tipo de cambio, con o sin convertibilidad legal, fue el instrumento clave en las hiperestabilizaciones (Ávila, 1997c).

$$5) M^s \cdot V(i, \alpha) = \bar{E} \cdot P^* \cdot \bar{Y}$$

Según la ley de un solo precio, el lado derecho de la ecuación 5 destaca que el nivel de precios local es igual al tipo de cambio, E , que ahora está fijo, por el nivel de precios del área monetaria de referencia, P^* , que se considera constante en el corto plazo. En adelante, una duplicación de la velocidad conducirá a una reducción a la mitad de la oferta de dinero por medio de un correspondiente déficit de balanza de pagos, mientras el nivel de precios local permanece aislado de la corrida desde la moneda local a la de reserva. En la sección III volveremos a tratar el fenómeno de sustitución de monedas.

En lo que resta de esta sección, nos concentraremos en la oferta monetaria con el objeto de avanzar en la explicación de una corrida sobre los depósitos (o pánico bancario). Lo primero a destacar en tal sentido es el carácter endógeno de la oferta de M1 y de agregados más amplios como M2 (M1 + depósitos a plazo).

$$6) M^s = q \cdot H$$

$$7) H = C + Z = AE + AI$$

$$8) q = \frac{c+1}{c+z}, \text{ donde } \frac{\partial q}{\partial c} < 0 \text{ y } \frac{\partial q}{\partial z} < 0$$

La ecuación 6 dice que la oferta monetaria es igual a la base monetaria, H , amplificada por el multiplicador monetario, q . La ecuación 7 dice que H , vista del lado del pasivo del banco central, es igual al circulante en poder del público, C , más el encaje sobre los depósitos bancarios, Z , y que vista del lado del activo, es igual a los activos externos (o reservas internacionales), AE , más los activos internos (o crédito interno otorgado a bancos comerciales y gobierno), AI . La ecuación 8 dice que el multiplicador es una variable endógena, cuyo valor numérico resulta de un proceso de optimización conjunto del público

depositante y de los bancos comerciales. En particular, el público determina el coeficiente c , que es igual a la razón entre el circulante y los depósitos, según el rendimiento general de los depósitos y la expectativa de conversión de los depósitos en circulante, y los bancos determinan el encaje fraccionario, z , que es igual a la razón entre el encaje absoluto y los depósitos, según la tasa de interés que cobran sobre los préstamos y la expectativa de retiro de depósitos. Advierta que la desconfianza del público en los bancos se refleja en una suba de c y en una contracción del multiplicador y de la oferta monetaria, y que la expectativa de mayores retiros por parte de los bancos puede reflejarse en una suba preventiva de z , como ocurriera en la Gran Contracción de EEUU (1929-1933), agravándose así la contracción del multiplicador y la oferta monetaria.³ Aunque en los pánicos bancarios argentinos de 1995 y 2001 hubo una fuerte reducción de z que aumentó el multiplicador, puede afirmarse que la corrida sobre los depósitos le imparte a la economía un sesgo recesivo y deflacionario. Este es el drama elemental que aqueja al sistema bancario de encaje fraccionario. La función de un banco central es compensar la destrucción de dinero secundario motivada por la acción conjunta del público y los bancos por medio de un aumento de la oferta de dinero primario (base monetaria), y así restaurar la liquidez del sistema bancario y estabilizar la situación macroeconómica. Cuando la velocidad de circulación exhibe mínimas variaciones, como en EEUU, UE y Japón, el banco central puede proveer liquidez sin graves consecuencias. El problema surge cuando V es inherentemente volátil y el público, aparte de convertir sus depósitos en circulante, intenta convertir el circulante en moneda de reserva, pues entonces el banco central tiene que fijar el tipo de cambio para no desestabilizar el nivel de precios. En un sentido específico, el problema radica en que para fijar con éxito el tipo de cambio en una corrida el banco central tiene que contar con un buen stock de reservas internacionales. La próxima ecuación muestra que todo el peso de la estabilización recae sobre el stock de reservas disponibles en el banco central.

$$9) \frac{q.(AE + AI)}{E.P^*} = k.Y$$

La ecuación 9 sale de reemplazar las ecuaciones 6 y 7 en la ecuación 4, teniendo en cuenta la ley de un solo precio. Imaginemos, por simplicidad, una corrida bancaria que no perturba el stock deseado de saldos reales, de manera que el lado derecho de la ecuación permanece constante, y que tampoco altera el multiplicador monetario. El público pide la conversión de sus depósitos en circulante, pero como el encaje es sólo una fracción de los depósitos, los bancos se quedan sin liquidez; antes de cerrar sus puertas, piden al banco central que les otorguen redescuentos por iliquidez; cuando éste se los concede, los bancos pueden afrontar los retiros, y de esta forma se abre la posibilidad de que el público recupere la confianza en el sistema bancario y de que la corrida se frene. Pero la expansión de la base monetaria (vía aumento de AI) para recrear la liquidez del sistema genera un exceso de oferta monetaria. Ante la necesidad de sostener el tipo de cambio y de reequilibrar el mercado monetario, el banco central pierde reservas internacionales (AE). Caen en forma automática a medida que el banco central compra el exceso no deseado de moneda nacional. Este es el corolario más importante del enfoque monetario del balance de pagos. Si el stock deseado de saldos reales se redujera debido a una caída combinada de k (huida del dinero nacional) y del ingreso

³ La razón del aumento del coeficiente z durante la Gran Contracción fue la expectativa de que la Reserva Federal no suministraría liquidez a los bancos en apuros (Friedman y Schwartz, 1963, capítulo VII).

nacional, la pérdida de AE sería mayor. Y si, conforme a la reciente experiencia argentina, el multiplicador q subiera debido a una reducción de z , la pérdida de AE sería aún mayor.

II. Narración Histórica 1980-2001

En este período hubo un pánico bancario suave, un pánico agudo y un pánico fatal; hubo una nacionalización de depósitos motivada por el temor a un derrumbe del sistema bancario (o a la hiperinflación que podría generar el rescate oficial del sistema bancario), hubo una hiperinflación, y también hubo una conversión unilateral de depósitos en bonos a fin de rebajar el déficit fiscal y crear las condiciones necesarias para un efectivo plan anti-inflacionario. La aguda inestabilidad del período pone de manifiesto, en nuestra opinión, la inviabilidad de largo plazo de la organización monetaria y bancaria inaugurada en 1935, al menos para un pequeño país periférico inmerso en un mundo de instantánea movilidad de capitales y signado por una larga historia de volatilidad política y económica. Sigue a continuación una narración analítica de los seis eventos referidos.

1980: Pánico bancario suave

Desde la creación del BCRA, hace casi 70 años, sólo ocurrieron tres pánicos bancarios: en 1980, 1995 y 2001. Todos ocurrieron mientras regía una política de tipo de cambio fijo o de convertibilidad, que establece un límite preciso a la expansión del crédito interno del banco central, y ninguno durante los largos períodos con políticas cambiarias distintas, tales como la flotación o el crawling peg pasivo, que no observan necesariamente dicho límite pues la tasa de devaluación del peso se ajusta a la de inflación y, por tanto, el banco central no corre el riesgo de perder reservas internacionales. En otras palabras, podemos inferir que aquellos pánicos ocurrieron justamente porque los depositantes anticiparon que el banco central no podría actuar como efectivo prestamista de última instancia bajo tipo de cambio fijo; los depositantes descontaban que la asistencia de liquidez a los bancos se traduciría en una caída equivalente de un stock limitado de reservas internacionales. Una economía con tipo de cambio fijo se vuelve, entonces, proclive al pánico bancario.⁴ Por el contrario, en los períodos con tipo de cambio flotante no hubo pánicos pues los depositantes descontaban que el banco central terminaría emitiendo el dinero que fuera necesario para asistir a los bancos ilíquidos, aun cuando hubiera que pagar el precio de la devaluación y la inflación; en dichos períodos, cabía esperar que la corrida cambiaria reemplazara al pánico bancario, tal como testimonia la historia monetaria argentina.

En 1975 la economía argentina entró en un régimen de alta inflación; desde entonces, la estabilización monetaria fue una prioridad nacional. El primer gran ensayo de estabilización basado en un tipo de cambio fijo tuvo lugar entre diciembre de 1978 y febrero de 1981. Se aplicó un crawling peg activo, bautizado por el público como la Tablita, que consistió en un programa de devaluación mensual predeterminada y declinante del peso. Su propósito era

⁴ Dos grandes argumentos se han usado para justificar el abandono del patrón oro, que es la forma histórica que asumió el tipo de cambio fijo: la democracia irrestricta y su impacto sobre el gasto público (Estado de bienestar) y el conflicto entre el tipo de cambio fijo y la función del prestamista de última instancia. Para el problema que plantea el primero hay una respuesta: el aumento de la presión tributaria; para el problema que plantea el segundo, no hay respuesta, al menos en el contexto de un patrón oro o de un régimen ordinario de tipo de cambio fijo.

inducir una convergencia de la tasa de inflación interna en la tasa de devaluación más la tasa de inflación en el área del dólar. La tasa de devaluación, a su vez, no era un guarismo arbitrario sino una derivación precisa de la expansión del crédito interno que se preveía que demandaría la Tesorería nacional en cada año. En el tercer trimestre de 1979, en medio de una fuerte reactivación económica, la inflación empezó a caer marcadamente, mientras los depósitos y el grado de monetización (k) aumentaban, y el cociente entre activos externos y base monetaria (AE/H) trepaba a 122% en diciembre de aquel año. Esto último significa que el BCRA tenía reservas más que suficientes para retirar del mercado todos sus pasivos monetarios.⁵

Pero este favorable escenario se desmoronó en 1980. El creciente déficit fiscal y la prevista transferencia del poder de una junta militar a otra fueron el origen de una ola de desconfianza. Lo primero llevó al mercado a pronosticar una mayor expansión del crédito interno y luego un mayor ritmo de devaluación o bien una devaluación fuera de programa.⁶ Lo segundo lo llevó a esperar cambios importantes en la política económica en general y en la política cambiaria en particular, en vista de las declaraciones de quienes se harían cargo de la presidencia de la Nación y del ministerio de Economía meses después. El riesgo de devaluación aumentó y la reactivación económica se desvaneció rápidamente. El cambio de coyuntura golpeó de inmediato al sistema bancario. Se conocieron irregularidades en las carteras de préstamos del Banco de Intercambio Regional y de otros dos bancos, y a fines de marzo el BCRA tomó la decisión de liquidar el BIR. Este fue el chispazo inicial. El público dejó de renovar sus depósitos en los bancos débiles y empezó a convertirlos en dólares o en nuevos depósitos en bancos fuertes. La corrida, sumada a la imposibilidad de obtener fondos en el mercado interbancario, precipitó una situación de iliquidez en los bancos débiles. El BCRA respondió entonces de acuerdo con la tradición: redescotó activos de los bancos débiles y modificó el régimen de garantía de los depósitos elevando notablemente el monto máximo con garantía total. El pánico alcanzó su clímax en mayo y en julio fue superado; la cantidad de bancos que perdieron depósitos fue mínima. De todas formas, como resultado de la leve caída de la demanda de dinero y de los redescuentos por iliquidez, los activos externos del BCRA disminuyeron en casi 1500 millones de dólares en el segundo trimestre del año, un 15% del stock registrado a fines de 1979. (La ecuación 9 explica este resultado.)

La expansión del crédito interno motivada por la crisis bancaria y por el financiamiento del déficit fiscal redujo el cociente AE/H a un 66% a fines de 1980, casi la mitad del nivel del año anterior. En febrero de 1981 tuvo lugar la esperada devaluación fuera de programa.

1982: Nacionalización de depósitos

Quizá nunca antes en el siglo XX el país experimentó tanta inestabilidad y destrucción de riqueza como en 1982. Desde entonces, Argentina volvería a experimentar esta clase de situaciones extremas por lo menos dos veces: en 1989, cuando cayó el presidente Alfonsín en medio de la hiperinflación, y en 2002, a continuación de la caída del presidente De la Rúa en medio de un pánico bancario fatal y del abandono de la Convertibilidad.

⁵ Sobre los datos estadísticos y la información relativa a la política bancaria seguida entonces, vea la Memoria Anual del BCRA de 1980.

⁶ Por una explicación analítica de la relación entre la pauta de devaluación y el déficit fiscal, vea Calvo y Fernández (1982).

Varias desgracias afectaron al país aquel año. La tasa de interés en el área del dólar era muy elevada, los términos de intercambio se derrumbaron y Argentina entró en guerra con Gran Bretaña. Todo esto se tradujo en una alta tasa de interés interna en términos reales, en el agravamiento de la recesión económica que había comenzado a fines de 1980 y en un fuerte quebranto patrimonial de las empresas endeudadas con los bancos. El gobierno, guiado por la hipótesis de que el quebranto empresario y la pérdida de valor de la cartera activa de los bancos tarde o temprano precipitaría una corrida, seguida por una crisis de liquidez, un obligado rescate del sistema bancario y una hiperinflación, decidió curarse en salud y nacionalizar los depósitos en julio de 1982.

El propósito de la nacionalización o centralización de depósitos era licuar el valor de las deudas empresarias y por esta vía reflotar la actividad económica. Para lo cual el gobierno entendió que era necesario licuar los depósitos bancarios. El esquema a tal fin consistió en a) aumentar a un 100% el encaje sobre los depósitos al 30 de junio, b) comprar la cartera de préstamos a esa fecha con emisión de base monetaria, c) programar una emisión mensual de base monetaria para que los bancos pudieran refinanciar a tasa regulada los préstamos, y d) fijar las tasas de interés pasiva y activa en niveles inferiores al de la inflación. Por medio de b) el BCRA compensaba la destrucción de dinero secundario que promovía por medio de a), hacía posible que los bancos pudieran elevar el encaje de la noche a la mañana y preservaba el nivel original de la oferta monetaria. Por medio de c) el BCRA podía orientar el flujo de crédito nuevo hacia los sectores y las regiones que planeara conveniente, y podía sostener el crecimiento de la oferta monetaria en línea con la inflación; recuerde que el propósito de esta reforma no era luchar contra la inflación. Por medio de d) el BCRA licuaba finalmente en términos reales tanto los depósitos (pasivos de los bancos) como los préstamos (activos de los bancos).⁷

La reforma produjo un cambio de 180° en la naturaleza y el funcionamiento del sistema bancario. La desregulación financiera de 1977 había creado un sistema bastante libre. Hasta junio de 1982, las tasas de interés pasivas y activas eran fijadas libremente por el mercado y el encaje era bajo y uniforme. En particular, el encaje, z , era igual a 6.3% de los depósitos y el multiplicador monetario, q , ascendía a 4.6. A partir de julio de 1982, el encaje medio del sistema aumentó a 80% (100% sobre los depósitos viejos y 0% sobre los depósitos nuevos a tasa libre y a 90 días de plazo que los bancos pudieran captar) y el multiplicador se redujo abruptamente a 1.05 en julio y se estabilizó en 1.2 en meses subsiguientes. (Las ecuaciones 6 y 8 explican estos movimientos.) Se repitieron así las experiencias de nacionalización de depósitos de 1946 y 1973, que convirtieron a los bancos en simples bocas de captación de fondos y de entrega de préstamos evaluados según criterios y arbitrariedades de burócratas y funcionarios políticos. Y se plantó la semilla de una futura gran expansión monetaria para el día que el sistema fuera normalizado, el encaje rebajado y el multiplicador aumentado.

A juzgar por su objetivo estricto, la reforma fue claramente exitosa. La tasa activa sobre los préstamos pasó de 6% efectivo mensual en julio a 9% en diciembre, mientras la tasa de inflación mayorista arrancaba en 28% mensual en julio, descendía a 19% en septiembre y fluctuaba entre 10% y 14% en los meses subsiguientes; a su vez, el tipo de cambio subía 70% en julio y 8% mensual en los meses subsiguientes. Pero el público huyó de la moneda y de los bancos. El agregado M3 (M1 más depósitos de ahorro y a plazo) se desmoronó de 24% del PBI en 1981 a 12% en el cuarto trimestre de 1982, y el agregado M1 se redujo de 6.5% del PBI a 4% en el mismo período; en el último caso, la desmonetización no fue tan

⁷ Sobre los datos estadísticos y la reforma, vea la Memoria Anual del BCRA de 1982.

intensa, a pesar del recrudescimiento de la inflación, porque el público aumentó la demanda de circulante y de saldos en cuenta corriente por temor a inmovilizar fondos en los bancos.

1989: Hiperinflación

La definición clásica de Cagan (1956) dice que “las hiperinflaciones empiezan el mes en que la tasa de aumento del nivel de precios excede 50% y terminan el mes anterior a aquél en que la tasa de aumento cae por debajo de ese porcentaje y permanece debajo del mismo por lo menos un año”. De acuerdo con ella, Argentina experimentó en 1989-90 una hiperinflación hecha y derecha. El próximo cuadro compara la hiperinflación argentina con las hiperinflaciones más importantes del siglo pasado.

Cuadro 1					
	Inicio	Fin	Tasa mensual prom.	k final	Var. V
Austria	Oct. 1921	Ago. 1922	47%	35%	+186%
Alemania	Ago. 1922	Nov. 1923	322%	3%	+3200%
Grecia	Nov. 1943	Nov. 1944	365%	0.7%	+14200%
Hungría I	Mar. 1923	Feb. 1924	46%	39%	+156%
Hungría II	Ago. 1945	Jul. 1946	19800%	0.3%	+33200%
Polonia	Ene. 1923	Ene. 1924	81%	34%	+194%
Rusia	Dic. 1921	Ene. 1924	57%	27%	+270%
Argentina	Abr. 1989	Mar. 1990	57%	37%	+168%

Fuente: Argentina, datos propios y Memoria BCRA 1989. Casos restantes, Cagan (1956, tabla 1).
Aclaraciones: 1) La columna k final muestra el nivel más bajo que tocó el circulante en términos reales como proporción del nivel del mes inicial de la hiperinflación. Con respecto a Argentina, es el mínimo nivel de M1 (julio 1989) como proporción del de enero de 1989, inmediatamente antes de la devaluación que inició el proceso. 2) La tasa de inflación es la tasa mensual capitalizada entre el nivel de precios del mes anterior al inicial y el nivel del mes final.

Como puede apreciarse en el cuadro 1, la hiperinflación argentina se pareció en más de un aspecto a las grandes inflaciones que examinaron Cagan (1956), Heymann (1986) y Sargent (1986). La tasa mensual de aumento del nivel de precios argentino fue similar a la de Austria, Hungría (primera vez), Rusia y Polonia, aunque menor que la observada en casos extremos, tales como los de Alemania, Grecia y Hungría (segunda vez); la duración del fenómeno fue aproximadamente la misma, unos 12 meses; la huída de la moneda nacional (reducción de k) también fue similar a la que se verificó en el primer grupo de países, lo mismo que el correspondiente aumento de la velocidad de circulación. Esta variable desempeña un papel clave en las hiperinflaciones. Así lo cree Cagan (1956, página 91), cuando afirma que las mismas pueden explicarse casi por completo en términos de la demanda de dinero. De hecho, la fenomenal huída de la moneda nacional en marzo y abril de 1989 financió una estampida inflacionaria que descalabró la recaudación tributaria en pocas semanas, y recién entonces la expansión del crédito interno a la Tesorería empezó a explicar la dinámica de la inflación argentina. El próximo cuadro persigue tres objetivos: primero, presentar un ejemplo de la notable capacidad de explicación de la simple teoría cuantitativa; segundo, examinar paso a paso la trayectoria de la k de Cambridge durante la hiperinflación; tercero, destacar la naturaleza endógena que tenía entonces la oferta de base monetaria.

La columna *Déficit global* del cuadro 2 muestra la evolución del déficit fiscal total que se cubriría por medio de la emisión monetaria. El déficit está expresado como porcentaje del PBI de cada período; un punto porcentual del PBI equivalía a unos 200 millones de dólares; por tanto, la emisión de base monetaria en el III trimestre de 1988, por ejemplo, ascendió al equivalente en moneda nacional de 1900 millones de dólares. La columna *Base monetaria* muestra, en rigor, la evolución del agregado M1; empleamos este agregado en lugar de la base porque su tamaño era aproximadamente el mismo y sus estadísticas, más accesibles. La base monetaria es igual a la base de recaudación del impuesto inflacionario. La columna *Inflación esperada* muestra la evolución de la tasa de inflación mensual que surge de poner el déficit global diario como fracción de la base del período y de hacer la correspondiente capitalización. La columna *Inflación verificada* muestra la evolución de la tasa de inflación mensual histórica. Este par de columnas demuestra la bondad del enfoque cuantitativo. La tasa de inflación esperada no coincide puntualmente con la tasa verificada, pero el enfoque acierta en el rango de la tasa verificada y en sus puntos de inflexión (Ávila, 1997a).

	Déficit Tesoro	Déficit BCRA	Compra divisas	Déficit global	Base monetaria	Inflación esperada	Inflación verificada
III 1988	0.8	3.8	4.8	9.4	3.7	23.6	21.5
IV 1988	1.0	1.8	3.5	6.3	4.4	7.4	6.4
I 1989	1.7	2.4	0.7	4.8	4.1	12.2	11.7
Abr-May 1989	3.5	5.0	10.8	19.3	2.8	74.3	63.5
Jun-Jul 1989	1.2	8.1	15.7	25.0	2.0	147.8	160.0
Ago-Sep 1989	-0.6	1.5	12.6	13.5	3.2	25.5	18.2

Fuente: Ávila (1997a).
Aclaración: La inflación está expresada como la tasa porcentual mensual combinada de las variaciones de los índices de precios minorista y mayorista.

La columna *Base monetaria* muestra la violenta reducción de la demanda de dinero que se experimentó durante la primera ronda de la hiperinflación (abril-julio). El coeficiente k cayó de 4.1% del PBI en el primer trimestre del año a 2% en el bimestre junio-julio, y a no mucho más de 1% en la primera semana de julio, inmediatamente antes de que asumiera el presidente Menem (8 de julio). En consecuencia, la velocidad aumentó un 300% durante la primera ronda de hiperinflación; V por sí misma multiplicó el nivel de precios por un factor igual a 4. La sustitución de moneda nacional por moneda de reserva alcanzó el clímax en 1989. Feige y otros (2002) puntualizan que el índice no oficial de dolarización saltó de menos de 30% a más de 70% durante el año, estabilizándose en torno de 70% en la década siguiente a pesar de la estabilización del peso convertible. A esta clase de comportamiento alude el referido fenómeno de histéresis. (La ecuación 2 explica la interacción de la oferta monetaria y de la velocidad de circulación en la determinación de la gran inflación.)

La columna *Déficit BCRA* muestra la evolución del déficit cuasi-fiscal interno del banco central argentino. En el bienio 1988-1989 el verdadero encaje sobre los depósitos era por lo menos un 61%, del cual más de 2/3 era remunerado (depósitos indisponibles y especiales) según la tasa de interés pasiva que pagaban los bancos o según la devaluación de la moneda. Se había conformado así un déficit endógeno y creciente: un aumento de la tasa de devaluación determinaba un aumento de la tasa de remuneración; éste exigía un aumento correspondiente de la tasa de emisión monetaria y otro aumento de la tasa de devaluación

para evitar la pérdida de reservas internacionales, y así sucesivamente.⁸ Un buen ejemplo de la endogeneidad del déficit puede apreciarse en los trimestres III y IV de 1988. En el tercero, antes del lanzamiento del plan Primavera, el déficit cuasi fiscal representaba 40% del déficit fiscal total cubierto con emisión, pero en el cuarto se redujo bastante gracias a la menor tasa de devaluación y al mayor encaje que dispuso el BCRA a fin de capturar un exceso de liquidez bancaria motivado por el aumento de los depósitos del público. En el primer semestre de 1989 el déficit cuasi fiscal volvería a ser muy expansivo.

La columna *Déficit Tesoro* muestra la evolución del déficit corriente de la Tesorería. Se comprobará que su gravitación en la explosión monetaria fue menor. La columna *Compra divisas* muestra la evolución de la emisión monetaria que el BCRA se encontraba obligado a realizar para cumplir el incomprensible control de cambios vigente. Los exportadores tenían que liquidar sus divisas al BCRA, y éste vendía una parte de ellas a los importadores (sólo una parte ya que el balance comercial era muy positivo debido a la fuga de capitales), entregaba otra parte a la Tesorería para el servicio de la deuda externa que todavía no había caído en default, y el resto estaba destinado a las intervenciones en el mercado de cambios.

La fuerte emisión originada por el déficit cuasi fiscal y el control de cambios, sumada a los errores del equipo económico del nuevo gobierno, provocaron una segunda ronda de hiperinflación entre diciembre de 1989 y marzo del año siguiente. El 5 de marzo de 1990 la hiperinflación cesó en forma súbita. Parafraseando a Bresciani-Turroni en su ensayo sobre la hiperinflación alemana, ese día se produjo un milagro; sin necesidad de un cambio de régimen (fiscal y monetario) ni anuncio especial alguno, el tipo de cambio se estabilizó y el nivel de precios dejó de subir. El ‘milagro’ tiene una posible explicación: a fines de febrero, el cociente entre las reservas internacionales, AE , y la base monetaria, H , había aumentado a 195% gracias a la fuerte depreciación de la moneda nacional durante el verano, de manera que ahora el BCRA contaba con reservas suficientes para retirar del mercado el doble de sus pasivos monetarios.⁹ Creemos que este dato es la causa básica de la hiperestabilización que siguió. Con independencia de la política cambiaria existente en el plano formal, en el plano de las expectativas la economía argentina parecía ingresar en marzo de 1990 en un régimen de convertibilidad potencial (Ávila, 1997c).

1990: Conversión unilateral de depósitos

A fines de 1989, el gobierno concluyó que el control de cambios y la política de encajes vigente eran sencillamente incompatibles con la estabilización monetaria y la recuperación económica. Ambos problemas fueron encarados de inmediato. En diciembre, se eliminó el control de cambios y, en enero siguiente, se eliminaron los encajes remunerados. La primer medida sacó al BCRA del mercado de cambios y permitió así dos cosas importantes: por un lado, establecer un régimen de tipo de cambio único, que siguió siendo flotante, y por el

⁸ Vea el panorama general y la tabla 10 de la Memoria Anual del BCRA de 1989. Ex funcionarios de carrera del BCRA estiman que en 1989 el verdadero encaje medio del sistema bancario rondaba un 80%, incluyendo en el cómputo el encaje técnico (circulante en poder de los bancos) y las colocaciones de letras del BCRA en los bancos comerciales.

⁹ Recuerde que en octubre de 1989, cuando se disparó la segunda ronda de hiperinflación, el cociente AE/H había caído a apenas un 45%. Este cociente habría ejercido una influencia similar en la primera ronda de la hiperinflación: cuando ésta se disparó, era apenas un 35%, y cuando se frenó, llegaba a un 70%. En vista del nuevo gobierno, este nivel de respaldo habría alcanzado para asegurarle al mercado la estabilidad del tipo de cambio en julio de 1989.

otro, evitar la fuerte emisión monetaria que originaba la compra del superávit comercial (en adelante, las compras quedarían limitadas al superávit de la Tesorería). La segunda medida le devolvió al BCRA el control de la oferta de dinero.

El Plan Bonex consistió en un canje compulsivo de los depósitos bancarios a plazo fijo, y de algunos títulos públicos, por un bono en dólares que rendía una tasa de interés fija (Bonex 1989). El BCRA canjeó en forma unilateral los depósitos indisponibles y especiales de los bancos comerciales por un monto equivalente de bonos en dólares. Por su parte, los bancos canjearon también unilateralmente los depósitos del público por bonos en dólares.¹⁰ De esta forma, en enero de 1990 desapareció abruptamente del balance del BCRA el pasivo remunerado que dislocaba el comportamiento de la oferta monetaria.¹¹ En contraste con la reforma de 1982, el objetivo del Plan Bonex no fue licuar el valor de los depósitos de la banca comercial en el BCRA sino alargar el plazo de esta deuda y cambiar la moneda en la que estaba denominada, a fin de retomar el control de la oferta monetaria. El costo fue una grave pérdida de reputación del Estado argentino como pagador de sus obligaciones y una flagrante violación de contratos pactados libremente entre bancos y depositantes.

La eliminación del control de cambios y del encaje remunerado y una política fiscal que igualaba el gasto a la recaudación crearon una posibilidad de estabilización monetaria. Pero esta no se concretaría hasta 1991. La dificultad residía ahora en la política cambiaria de “flotación con incertidumbre”. La oferta monetaria no seguía una regla de crecimiento preestablecida; más bien, se acomodaba a un objetivo de inflación mensual sin especificar la banda de intervención en el mercado de cambios.

En plena convalecencia de la hiperinflación (aún no habían transcurrido los doce meses que prescribe la definición de Cagan), cuando los cambios de portafolio a favor o en contra de la moneda nacional podían ser enormes y frecuentes, y la velocidad de circulación muy inestable, la flotación con incertidumbre dejó al mercado financiero sin un tipo de cambio de referencia. El renovado temor a los bancos aumentó la demanda de dinero transaccional (circulante + cuentas corrientes) en detrimento de los depósitos a plazo, como ocurriera en 1982 y volvería a ocurrir en 2002, la fuga de capitales alcanzaba el récord del siglo, el PBI permanecía estancado en el bajo nivel de 1989, y el país era una olla a presión. En el verano siguiente hubo otro brote de inflación, que no sobrepasó el 50% mensual, y en abril de 1991 empezó a regir el patrón dólar, también llamado Convertibilidad.

1995: Pánico bancario agudo

La inconsistencia entre el patrón oro, que es una forma del tipo de cambio fijo como la Tablita (1978-1981) y el patrón dólar (1991-2001), y el encaje fraccionario, que permite que la banca comercial cree dinero secundario, fue advertida tempranamente por Thornton (1802)¹² y expuesta acabadamente por Bagehot en *Lombard Street* (1873), el primer tratado clásico sobre la función del prestamista de última instancia. Bagehot cita obsesivamente en este libro las crisis bancarias inglesas de 1793, 1797, 1825, 1837, 1847, 1857 y 1866, y

¹⁰ Almansi y Rodríguez (1997) propusieron un plan muy similar al Bonex con varios meses de anticipación.

¹¹ Por detalles de la instrumentación del plan y la evolución del encaje, vea la sección Plan Bonex y la tabla 10 en la Memoria Anual del BCRA de 1990. El encaje medio del sistema no cayó abruptamente durante 1990, pues el canje de los depósitos remunerados por los bonos fue acompañado por un fuerte aumento del encaje sobre los depósitos en cuenta corriente de los bancos comerciales.

¹² Por una explicación concisa del pensamiento de Thornton sobre el dinero secundario y la inestabilidad del sistema bancario, vea Hicks (1967), sección III, página 164.

puntualiza que en las crisis de 1797, 1847, 1857 y 1866 el Banco de Inglaterra suspendió el patrón oro, y que el período más largo de estabilidad bancaria coincidió con la suspensión de 1797-1819. Friedman y Schwartz escribieron el segundo tratado clásico sobre la función del prestamista de última instancia, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (1963). Este libro examina en forma detenida la variedad de episodios monetarios y crisis bancarias que experimentó EEUU a lo largo de casi un siglo. Su mensaje más importante, a nuestros efectos, es el mismo de antes: los pánicos de 1907 y 1929-1933, que fueron los más severos, se debieron a una oferta de dinero inelástica; dicho en otras palabras, a la fatal coexistencia del encaje fraccionario y el patrón oro, pues el primero demanda un proveedor de liquidez externo a la banca comercial y el segundo no lo permite. Cabe señalar que las suspensiones del patrón oro tanto en Gran Bretaña como en EEUU en 1933 no afectaron el nivel de precios ni la velocidad de circulación. (Vea la ecuación 1. Si V es una constante y M^s crece en igual proporción que Y , P se mantiene estable.) Recuerde que la libra esterlina era la moneda de reserva por excelencia en el siglo XIX y que el dólar norteamericano heredó esa posición a partir de la década de 1920.

Aunque nunca quiso admitirlo públicamente, el Banco de Inglaterra suministró liquidez en cada corrida a los bancos en apuros. Gracias a esta asistencia los bancos podían afrontar los retiros de depósitos. Una vez que el público percibía que el peligro había quedado atrás, volvía a depositar sus ahorros en los bancos, éstos reintegraban la asistencia al Banco de Inglaterra y la economía tendía a normalizarse. Si el Banco de Inglaterra se hubiera negado a suministrar liquidez probablemente habría prevalecido un escenario similar al de la Gran Contracción. Esta es la lógica económica del prestamista de última instancia. En Gran Bretaña, la suspensión del patrón oro fue necesaria en los casos extremos referidos por Bagehot. En EEUU, según Friedman y Schwartz (obra citada, pág. 462), la suspensión de marzo de 1933, además de innecesaria, cuestionó la estabilidad de la unidad de cuenta y provocó la mayor alteración de la estructura legal desde el abandono del patrón oro durante la Guerra Civil.

El pánico bancario de 1995 no fue producto del desconocimiento de la historia de ideas y hechos relatada arriba sino de la fuerza de las circunstancias. La aguda inestabilidad de la velocidad de circulación, que fue la característica central de la hiperinflación, obligó a la adopción del patrón dólar. Se sabía que la convertibilidad iba a ser, a la larga, incompatible con la tradicional función de prestamista de última instancia del BCRA, pero no había opción, salvo una reforma radical del sistema bancario que el país no se había planteado todavía.

El origen del pánico de 1995 fue un shock externo. México devaluó en forma caótica su moneda en diciembre de 1994 y a partir de entonces la mayoría de los países emergentes fue objeto de sospecha. Argentina era demasiado parecida a México. Además de hablar en castellano y de estar ubicada al sur del Río Bravo, tenía un régimen de tipo de cambio fijo y exhibía un déficit en cuenta corriente próximo a 4% del PBI. Nada importaban las grandes privatizaciones ni la caja de conversión; sólo importaban el parecido y que cinco años antes el país había caído en una hiperinflación. Los analistas e inversores que visitaban Buenos Aires apresuradamente en el verano de 1995 no preguntaban si habría una devaluación sino cuándo ocurriría.

La corrida bancaria (y cambiaria) se inició a fines de diciembre. Fue en aumento hasta mediados de enero de 1995, cuando el BCRA decidió el cierre de dos bancos mayoristas (Extrader y Basel), se segmentó el mercado de préstamos interbancarios y se intensificó la

iliquidez de los bancos con problemas. Ingresó en una zona de relativa calma hasta fines de febrero y registró el clímax cerca del 10 de marzo, cuando la tasa de interés interbancaria llegó a 50% anual (siete veces el nivel previo a la devaluación mexicana). Esa semana, el sistema bancario, el peso convertible y el país estuvieron al borde del abismo. La prima de riesgo-argentino tocó el máximo nivel desde la hiperinflación y la pérdida de valor de los activos bancarios (bonos y préstamos en el mercado secundario) era correspondientemente grande. El pánico se atenuó en la segunda quincena de marzo y la situación se estabilizó en abril. Los depósitos bimonetarios cayeron un 17% en apenas cinco meses. Note que la caída de los depósitos durante la Gran Contracción fue el doble pero en un período de tres años y medio (vea el cuadro 3).

Cuadro 3						
	Inicio	Fin	Depósitos	PBI	AE/H	Devaluación
Argentina I	Dic. 1994	Mar. 1995	-17%	-2.8%	90%	No
Argentina II	Mar. 2001	Nov. 2001	-24%	-14.8%	<80%	Sí
EEUU	Oct. 1929	Mar. 1933	-34%	-36.0%	51%	Sí
Uruguay	Ene. 2002	Jul. 2002	-29%	-11.0%	55%	Sí
Hong Kong	Oct. 1997	Ago. 1998	+4%	-6.8%	620%	No

Fuente: Argentina: BCRA. EEUU: Friedman y Schwartz, 1963, cap. VII. Uruguay: FMI y BCU. Hong Kong: FMI.

Aclaraciones: 1) La columna Depósitos informa la variación de los depósitos en moneda nacional y de reserva entre el mes anterior al inicio del pánico y el mes posterior a su terminación. Respecto de Uruguay y Hong Kong, muestra la variación entre el mes anterior al inicio y el mes en que terminó. En el caso uruguayo, la variación está expresada en dólares. 2) La columna PBI informa su variación en Argentina I: 1995, Argentina II: 2001-2002, EEUU: 1929-1933, Uruguay: 2002 y Hong Kong: 3er. trimestre de 1997-3er. trimestre de 1998. 3) La columna AE/H informa el respaldo en moneda de reserva de la base monetaria el mes en el que finalizó el pánico. En Argentina II habría sido inferior a 80%; recuerde que la medición de H que publicaba el BCRA no incluía la parte remunerada del encaje (requisitos mínimos de liquidez). El respaldo para EEUU fue calculado a partir de datos del gráfico 32 de Friedman y Schwartz, obra citada, pág. 337. Para Uruguay se estimó el respaldo a fines de junio 2002; en julio siguiente el peso uruguayo fue devaluado un 35% (adicional a la devaluación de 35% acumulada entre junio 2001 y junio 2002) y así el respaldo saltó a 74%. 5) EEUU abandonó el patrón oro en marzo de 1933 y regresó en enero de 1934; en el ínterin, el dólar flotó con respecto al oro, alentándose una depreciación de 69% (ibid, pág. 462-469).

Las experiencias de Hong Kong y Uruguay dejan una buena lección. La crisis desatada por las devaluaciones en cadena en varios países del Sudeste asiático a fines de 1997 tuvo un impacto prácticamente nulo sobre el sistema bancario de Hong Kong. Cayó fuertemente su PBI, pero los depósitos incluso aumentaron. Una explicación obvia de este fenómeno es que el elevadísimo respaldo en moneda de reserva de la base monetaria tornaba impensable una devaluación; otra explicación posible es que el deterioro patrimonial de los bancos era mínimo debido al carácter mayormente offshore de los préstamos. El caso uruguayo es más complejo. El sistema bancario de este país aguantó más tiempo en pie y emergió de la crisis con menos traumas que el argentino. Por ejemplo, el feriado bancario recién llegó cuando los bancos habían perdido 29% de los depósitos, y el banco central, 45% de las reservas internacionales. Apenas se levantó el breve feriado, los bancos internacionales atendieron normalmente al público y si bien los bancos oficiales reprogramaron sus depósitos, fueron

relajando restricciones y devolviéndolos antes del plazo previsto.¹³ Queda la impresión de que si los bancos uruguayos hubieran puesto una menor fracción de sus activos bajo riesgo-argentino y una mayor fracción bajo riesgo-resto del mundo, el pánico no habría alcanzado la virulencia que muestra el cuadro 3.

Con el fin de paliar la iliquidez del sistema bancario durante el efecto Tequila, el BCRA dispuso una serie de medidas que eran novedosas en la historia bancaria argentina aunque de manual en la práctica de banca central internacional.¹⁴

- Fines de diciembre: Rebaja del encaje sobre depósitos en moneda extranjera a 35% para depósitos a la vista y en caja de ahorro, a 1% para depósitos a plazo fijo de menos de 60 días y a 0% para los de más de 60 días.
- Primera quincena de enero: Extensión de la rebaja a depósitos en moneda nacional. A fin de erradicar toda especulación sobre la posibilidad de un abandono de la Convertibilidad, se unificaron el techo y el piso de la banda de intervención en el mercado de cambios en 1 peso por dólar, y se convirtieron en dólares (a 1 peso por dólar) los encajes mantenidos en el BCRA.
- Enero-mayo: Aumento del stock de redescuentos desde \$62 millones el día que se devaluó el peso mexicano a \$1750 millones el 15 de mayo.
- Segunda quincena de enero: Rebaja del encaje sobre depósitos a la vista y en caja de ahorro en ambas monedas a 30%.
- Segunda quincena de enero: Creación de una red de seguridad administrada por el Banco de la Nación y financiada con un encaje de 2% sobre los depósitos totales en las entidades al 30 de noviembre. La redistribución de liquidez fue instrumentada por medio de compras de cartera de créditos hipotecarios, prendarios y personales avalados por garantías adecuadas.
- Marzo: Integración de encajes con hasta el 50% del circulante en poder de los bancos (una nueva rebaja del encaje). Operaciones de pase activas (préstamos contra títulos públicos imputados en cuentas de inversión que los bancos no podían vender de inmediato).
- Abril: Creación del sistema privado de seguro de depósitos.

Los instrumentos fundamentales para atenuar la iliquidez bancaria fueron, desde luego, la reducción de encajes y los redescuentos. Pero alrededor del 10 de marzo el BCRA agotó sus posibilidades de asistencia. La ley de Convertibilidad fijaba un respaldo mínimo de la base monetaria en moneda de reserva. (Vea las ecuaciones 8 y 9. El aumento de q , a raíz de la rebaja de z , y el aumento de AI , debido a los redescuentos, mientras la demanda de dinero caía por la recesión, repercutió en una importante pérdida de AE .) Al borde del abismo, el gobierno acordó el regreso del FMI como auditor de las finanzas nacionales y la creación un par de fondos fiduciarios con el aporte de organismos internacionales de crédito y de la venta de las acciones de YPF en poder del Estado. El objeto de los fondos era financiar fusiones y reestructuraciones de bancos privados, y la privatización de bancos provinciales, que también habían sido muy golpeados por el pánico. Este par de anuncios dio vuelta las expectativas. En abril cesó el pánico y se estabilizaron los depósitos. También contribuyó al favorable cambio de expectativas la sensación de permanencia del gobierno y de la política económica vigente. Las encuestas de intención de voto en la próxima elección de mayo

¹³ Agradezco los comentarios de Juan Ignacio García Pelufo, ex presidente del Banco de la República Oriental del Uruguay.

¹⁴ Por detalles adicionales sobre el listado de medidas, vea el Informe Anual del BCRA de octubre de 1995.

daban ganador al presidente Menem por un margen de 20 puntos porcentuales respecto de su principal oponente.

Entre enero y agosto de 1995 cerraron 35 bancos comerciales, 4 compañías financieras y 2 cajas de ahorro, o sea el 20% de las entidades financieras que funcionaban un año antes. La tasa de crecimiento del PBI pasó de 5% anual en el cuarto trimestre de 1994 a -5% anual en el cuarto de 1995. Pero la recesión fue corta; ya en el segundo trimestre de 1996 el PBI retomaba la senda del crecimiento.

2001: Pánico bancario fatal

El impacto financiero y emocional del pánico de 1995 fue grande. A partir de entonces, los bancos comerciales entendieron cabalmente el significado práctico de la inconsistencia entre la Convertibilidad y el encaje fraccionario, y el BCRA inició una etapa de refuerzo de las regulaciones prudenciales. El sistema bancario argentino a fines de 2000 era más sólido que a fines de 1994. Desafortunadamente, la conducción política y el manejo técnico de la crisis fueron tan desacertados en 2001 como acertados habían sido en 1995.

Cuatro argumentos de Lagos (2002) ilustran la solidez que había alcanzado el sistema bancario argentino a fines de 2000: a) los niveles de desarrollo, competencia, cobertura de servicios y transparencia eran superiores a los de cualquier otro momento de la segunda mitad del siglo XX; tenía altos coeficientes de liquidez y capitalización en relación con otros países y las redes de seguridad para riesgos individuales y sistémicos normales parecían razonablemente adecuadas; b) el encaje sobre los depósitos trepaba a 22.9%; era la suma de la caja chica de los bancos, los encajes no remunerados y los encajes remunerados (colocaciones extraordinarias de disponibilidad inmediata); además del encaje, el BCRA había contratado una reserva adicional de carácter contingente del orden de 6500 millones de dólares, que elevaba el encaje global a un poco menos de 30% de los depósitos;¹⁵ c) la marcada concentración de los depósitos en grandes bancos y en bancos extranjeros confería estabilidad al sistema; los diez bancos más grandes capturaban el 73% de los depósitos y los bancos extranjeros, el 49%; d) luego de deducir las provisiones, el patrimonio neto del sistema ('colchón' para absorber pérdidas) era de alrededor de 17.000 millones de dólares, prácticamente el doble de lo que exigían las normas prudenciales. Consultores y periodistas especializados describían el sistema bancario como un búnker.¹⁶

La interpretación de la crisis iniciada con el pánico bancario de 2001 es todavía objeto de un agrio debate nacional. No es mi propósito en esta oportunidad aclararlo ni azuzarlo. Pero necesito arriesgar ciertas hipótesis para evaluar el desempeño del sistema monetario y bancario creado en torno del BCRA. El origen del pánico de 2001 fue interno. Respondió a una cóctel explosivo de tres factores. En primer lugar, el gobierno de la Alianza había heredado una deuda pública que ascendía a 47% del PBI; tal porcentaje no era elevado en comparación con el brasileño o con el requisito exigido para el ingreso a la Unión Europea,

¹⁵ La facilidad consistía en un swap sobre bonos públicos contratado por el BCRA con un conjunto de bancos internacionales llamados a cotizar. Costaba alrededor de 0.32% por año y se pagaba con aportes de los bancos a un fondo de garantía de depósitos. La facilidad debía aumentar al ritmo de los depósitos bancarios de forma tal que el BCRA tuviera una reserva adicional de liquidez equivalente al 10% de los depósitos. Sólo una parte de la reserva se efectivizaría durante el pánico de 2001.

¹⁶ Por un relato sobre la construcción del búnker, las políticas que determinaron su caída y el endeudamiento que arrojó la crisis, vea Pou (2004). Pou llega a afirmar que el prestamista de última instancia es inviable en una economía emergente, con independencia de su régimen cambiario (pág. 408).

sin embargo, el nuevo gobierno declaró de entrada que la deuda era impagable.¹⁷ Este fue un acto de imprudencia que afectaría negativamente el patrimonio de los bancos por una vía directa, ya que éstos tenían en cartera importantes posiciones de bonos públicos, y por una vía indirecta, pues la eventualidad de un default es causa suficiente para detonar una cadena de aumento de la prima de riesgo-país, salida de capitales, recesión, mora y menor recupero de préstamos e intranquilidad del público depositante. En segundo lugar, la Alianza era un aparato electoral ideológicamente heterogéneo y políticamente inestable que ya en octubre de 2000 empezó a estremecerse con la renuncia del vicepresidente de la Nación. Este hecho elevó la prima de riesgo-argentino y acarreó los primeros trastornos en la renovación de la deuda, los cuales pudieron superarse transitoriamente merced a una operación excepcional de refinanciación acordada con el FMI ('blindaje'). En tercer lugar, los errores técnicos que se cometieron después de iniciado el pánico en marzo de 2001. Entre marzo y noviembre los depósitos cayeron un 24%. La primera ronda ocurrió en marzo (caída de 88000 millones de dólares a 83000 millones); la segunda, en julio y agosto (caída de 83500 millones a 75000 millones), y la tercera, en noviembre (caída de 75000 millones a 69000 millones). El 3 de diciembre se instauró el así llamado corralito bancario (especie de lock-out dispuesto por el propio gobierno).

La siguiente cronología, armada sobre la base de Schuler (2002) y Lagos (2002), es una síntesis ilustrativa de los más importantes acontecimientos y de las principales medidas que tomó el gobierno para paliar, y agravar, la iliquidez del sistema bancario.

- Febrero: Legisladores oficialistas lanzan graves acusaciones contra el sistema bancario.
- Marzo: El primer ministro de Economía de la Alianza renuncia a su cargo el día 2, ante la evidencia del fracaso del 'blindaje'. El segundo ministro de Economía renuncia el día 19. Asume el tercero y anuncia el impuesto sobre los débitos bancarios y otras medidas. Se frena la primera ronda del pánico.
- Abril: El nuevo ministro anuncia la reforma de la Convertibilidad; el peso pasa a fijarse en términos del dólar y también del euro. Se reforma por decreto la carta orgánica del BCRA independiente. El gobierno coloca un bono de 2500 millones de dólares en los encajes bancarios. El presidente del BCRA es removido de su cargo.
- Junio: Canje de deuda pública por un monto de 29500 millones de dólares; se extienden plazos de vencimiento a cambio de mayores tasas de interés. Se establece un tipo de cambio preferencial para las exportaciones, una semana antes de la aprobación de la ley que introduce el euro en la Convertibilidad.
- Julio: la prima de riesgo-argentino salta por encima de 13 puntos porcentuales; cuando la Alianza asumió el gobierno en diciembre de 1999 era igual a 5.9 y cuando renunció el vicepresidente de la Nación era igual a 7.6. El gobierno reconoce que perdió acceso al mercado voluntario de deuda. El Congreso nacional aprueba la ley del déficit cero. El Secretario del Tesoro de EEUU se pronuncia en contra de un rescate internacional del país. Analistas de Wall Street comienzan a evaluar públicamente la conveniencia de un default argentino.
- Agosto: El FMI aumenta el préstamo stand by de 14000 millones de dólares a 22000 millones. Se frena la segunda ronda del pánico.

¹⁷ En efecto, el porcentaje no era elevado para un país con acceso normal al crédito (bajo riesgo-país) y, en consecuencia, con la posibilidad de renovar al vencimiento el principal de la deuda. Argentina había podido renovar el capital adeudado durante la década de 1990. Pero esta posibilidad no se podía transferir en forma automática al nuevo gobierno; la situación financiera internacional había cambiado y el nuevo gobierno podía no merecer igual crédito que el anterior.

- Octubre: Victoria de la oposición en elecciones legislativas, con marcada abstención y voto en blanco.
- Noviembre: Agresivo canje de deuda pública en manos de bancos y AFJP. Se establece un límite máximo sobre la tasa de interés que pagan los bancos a los depositantes; la tasa de call money aumenta a casi 700% anual. Rumores sobre la inminente imposición de restricciones a la conversión de depósitos en circulante.
- Diciembre: Se establece el corralito el día 3; quedan así inmovilizados los depósitos a plazo y restringidos los retiros de cuentas corrientes y cajas de ahorro. La prima de riesgo-argentino supera 40 puntos porcentuales. El presidente De la Rúa renuncia el día 20.

A fines de noviembre de 2001, el BCRA había agotado sus posibilidades de asistencia a los bancos. En el transcurso del pánico se otorgaron redescuentos y pases activos (con la garantía de bonos públicos) por 9000 millones de pesos y el encaje global se redujo en unos 10 puntos porcentuales.¹⁸ El respaldo en reservas internacionales cayó por debajo de 80% de la base monetaria (circulante en poder del público + caja chica de los bancos + encajes remunerados y no remunerados). Finalmente, el búnker no pudo aguantar el efecto conjunto del agresivo lobby político-empresarial contra el sistema cambiario y bancario, y el huracán de reformas que cuestionó la convertibilidad del peso y la independencia de la autoridad monetaria y que posibilitó la apropiación de las reservas de liquidez de los bancos.

A la renuncia del presidente de la Nación le siguieron un par de semanas de extrema volatilidad política, la declaración del default soberano más grande la historia, el abandono de la Convertibilidad y una devaluación asimétrica que causará el asombro del mundo por generaciones. Esta devaluación hizo posible la más grave violación de contratos privados de las últimas décadas: los depósitos en dólares fueron convertidos de manera unilateral en depósitos en pesos y las tarifas de los servicios públicos privatizados fueron pesificadas y congeladas indefinidamente. Mientras tanto, el tipo de cambio pasaba de un peso por dólar a más de 4 pesos en abril de 2002, el riesgo-argentino subía hasta 70 puntos porcentuales en julio y la salida de capitales alcanzaba registros sin precedentes, el desempleo se remontaba a 25% de la fuerza laboral, como en la gran recesión de la década de 1930, y la cantidad de gente pobre estallaba por encima del 50% de la población. La crisis de 2001-2002 quedará en nuestra historia como la peor de todas, por la profundidad de la caída y por la conmoción social y política y el fuerte sentimiento anticapitalista que despertó.¹⁹

III. El Problema

La peculiaridad del caso argentino, compartida probablemente por aquellos países que también experimentaron hiperinflaciones y expropiaciones bancarias en el siglo XX, reside en la marcada inestabilidad de la velocidad de circulación del dinero. Este fenómeno vuelve

¹⁸ El cálculo de la reducción del encaje está basado en Lagos (2002), tabla 8.

¹⁹ El pánico bancario norteamericano produjo similares conmoción y desorientación ideológica en la sociedad y en sus dirigentes. “Cuando Franklin Roosevelt asumió el gobierno en marzo de 1933, el sistema bancario se balanceaba al borde del colapso total. William Leuchtenberg escribió que parecía experimentarse una pérdida de confianza en el Presidente, el Congreso, los bancos y el sueño americano en general. El modo de vida americano estaba definitivamente en juego y la mayoría creía que Roosevelt era la última esperanza.” (Phillips, 1995, página 37.)

muy riesgoso, sino imposible, el funcionamiento de un prestamista de última instancia y la práctica de una política monetaria activa o de tipo de cambio flotante. Desde luego, que la velocidad de circulación sea inestable o estable es una cuestión empírica. Muchos podrán interpretar que, después de todo, el aumento relativamente moderado del nivel de precios minoristas desde la devaluación del peso a principios de 2002 es evidencia firme de que la velocidad no es tan inestable y que, en consecuencia, la propuesta de internacionalización del sistema monetario y bancario es una exageración.²⁰ Sin embargo, esta forma de pensar puede resultar peligrosa en vista del fenómeno de sustitución de monedas. Esta sección tiene por objeto introducir el fenómeno de la sustitución de monedas en nuestro análisis y presentar recientes estimaciones de dolarización.

Afirmar que una economía se caracteriza por una marcada inestabilidad de la velocidad de circulación o por reasignaciones de cartera súbitas, frecuentes y en gran escala, desde la moneda nacional a la de reserva y viceversa, es afirmar la misma cosa. Para un shock dado, la intensidad de una corrida contra la moneda nacional es función de tres grandes variables: a) la sensibilidad del público a shocks presentes o esperados; b) la flexibilidad del nivel de precios; c) la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a su costo de oportunidad (tasa nominal de interés, tasa esperada de inflación o tasa esperada de devaluación). La primera variable depende de experiencias traumáticas, de la información disponible y de la capacidad del mercado para procesar esa información. La segunda variable depende de la historia inflacionaria, pues ésta determina la cobertura contractual de una economía; cuando existe memoria hiperinflacionaria, los contratos son contingentes o informales y el nivel de precios se ajusta rápidamente a los shocks. La tercera variable depende de la existencia de buenos sustitutos de la moneda nacional. El papel de estas variables en el proceso de ajuste monetario en condiciones de hiperinflación ya fue discutido con alguna amplitud en Ávila (1997b). A continuación, nos concentraremos en el impacto de la sustitución de monedas sobre la elasticidad de la demanda de dinero.

Una de las leyes fundamentales de la demanda señala que la elasticidad de demanda de un producto respecto de su precio depende de la calidad de los sustitutos del producto que circulan en el mercado. ¿Cuál es la elasticidad de demanda del transporte automotor? Casi cero, pues el avión, el barco, el caballo o caminar son sustitutos muy lejanos o imperfectos del auto, el ómnibus y el camión. ¿Cuál es la elasticidad de demanda de un Ford Ka verde? Infinita, dado que si las concesionarias pretendieran cobrar un mínimo sobreprecio por una unidad verde, el público se volcaría de inmediato a las unidades rojas, amarillas y de otros colores, que son prácticamente perfectas sustitutas de las unidades verdes. De forma que las concesionarias enfrentan una curva de demanda que es una línea horizontal a la altura del precio del Ford Ka de cualquier color. El mismo razonamiento es aplicable a la demanda de dinero. ¿Cuál es la elasticidad de la demanda de dinero nacional con respecto a su costo de oportunidad? Muy baja en países tradicionalmente estables, donde la moneda nacional no compite con monedas extranjeras, como EEUU, UE y Japón, o Argentina hasta la década de 1960. Muy alta o altísima en países cuyos gobiernos retienen el monopolio formal de la emisión de moneda de curso legal pero en donde el público emplea una moneda de reserva como unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio para las transacciones grandes. Esta es la situación de Bolivia, Nicaragua, Rusia y Argentina, países que ocupan las cuatro primeras posiciones en el ranking internacional de dolarización o de uso de una moneda de

²⁰ Por una posible explicación del aumento relativamente moderado del nivel de precios minoristas desde la devaluación del peso a principios de 2002, vea el Apéndice.

reserva, calculado por Feige (2003) y Feige y otros (2000, 2002). Dichos países tienen en común historias de hiperinflación, restricciones bancarias, inestabilidad política y fragilidad institucional, que impulsaron a sus residentes a demandar monedas y depósitos bancarios bajo jurisdicción extra-nacional. El primer índice de dolarización del cuadro 4 muestra la participación de las tenencias de circulante y depósitos en moneda de reserva en la oferta monetaria ‘efectiva’ (circulante y depósitos en moneda nacional + circulante y depósitos en moneda de reserva) en cada país; el segundo índice muestra la participación del circulante en moneda de reserva en la oferta total de circulante en cada país. El índice de dolarización relevante para inferir la inestabilidad de la velocidad de circulación sería uno intermedio.

Cuadro 4				
	Ranking	Índice 1 Dolarización	Circulante en MR Dólares per cápita	Índice 2 CMR/CT
Bolivia	1°	83.5%	144	75%
Nicaragua	2°	77.3%	135	84%
Rusia	3°	77.2%	903	87%
Argentina	4°	68.5%	1478	80%
Letonia	5°	56.8%	1209	79%
Perú	6°	54.0%	67	57%
Yemen	7°	50.7%	S/D	-
Turquía	8°	50.0%	S/D	-
Bulgaria	9°	49.8%	125	41%
Mozambique	10°	45.5%	S/D	-
Costa Rica	11°	40.8%	209	62%
Armenia	12°	36.1%	55	62%
Arabia Saudita	13°	36.0%	S/D	-
Rumania	14°	28.9%	61	55%
Hungría	15°	26.7%	25	6%
Ucrania	16°	26.3%	131	64%
Tanzania	17°	23.3%	S/D	-
Indonesia	18°	20.9%	S/D	-
Polonia	19°	19.5%	93	27%
Jordania	20°	19.3%	S/D	-
Estonia	21°	18.6%	414	59%
Kyrgyzstan	22°	18.1%	20	48%
Israel	23°	18.0%	S/D	-
Kuwait	24°	16.9%	S/D	-
Venezuela	25°	9.2%	104	53%
Angola	26°	6.3%	S/D	-

Fuente: Columna Dolarización: Feige y otros, 2000, cuadro 2. Columna Circulante en MR: países de América Latina, Feige y otros, 2002, cuadro 1; países de Europa Central, Feige, 2003, cuadro 2.

Aclaraciones: MR significa moneda de reserva; CMR es MR como circulante en poder del público; CMR/CT es CMR como porcentaje del circulante total en poder del público.

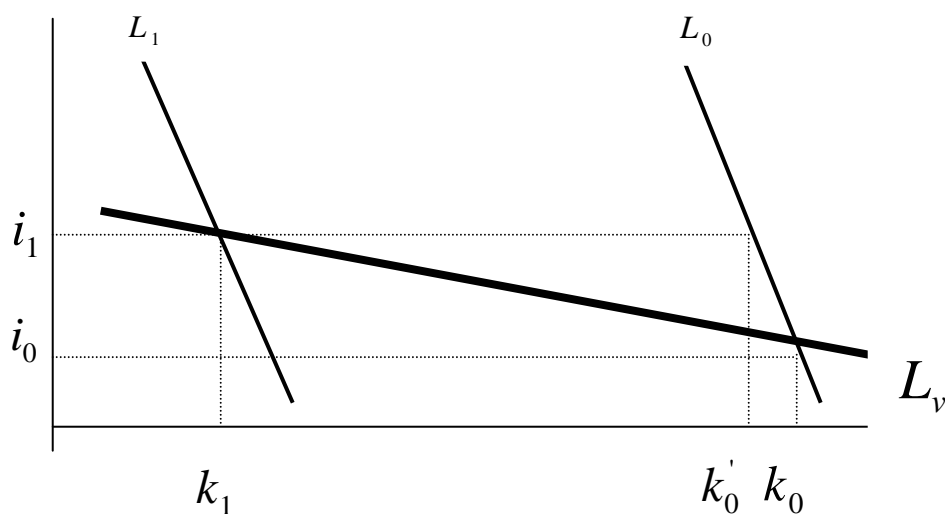
Queda así en claro que si la moneda de reserva fuera aceptada también en las pequeñas transacciones, en los pagos de impuestos y en los de sueldos y salarios, se convertiría en un perfecto sustituto de la moneda nacional. Luego, la curva de demanda de dinero se volvería una línea horizontal a la altura de su costo de oportunidad, la velocidad se volvería en extremo inestable y el nivel de precios (en moneda nacional) quedaría indeterminado. Este escenario fue imaginado con anticipación por Girton y Roper (1981) y Kareken y Wallace (1981), y expuesto lúcidamente por McKinnon (1996). Berg y Borensztein (2000, pág. 291) capturaron el impacto de la dolarización sobre la demanda de dinero nacional en una ecuación similar a la que sigue:

$$10) k \equiv \frac{1}{V} = (1 + DE)^{-\varepsilon - \alpha\eta}$$

La ecuación 10 dice que k depende en forma negativa de la tasa de devaluación esperada, como sabíamos, y que la tradicional elasticidad respecto de la tasa de interés, ε , resulta magnificada por el grado de dolarización de la economía, α , multiplicado por la elasticidad de sustitución entre la moneda nacional y la de reserva, η . En buen romance, la ecuación dice que, para una cierta tasa esperada de devaluación, la huida del dinero nacional será más grande mientras más dolarizado se encuentre el país. La dolarización vuelve más elástica la demanda de dinero nacional.

Una cierta expectativa de devaluación aumenta la tasa de interés de i_0 a i_1 (ecuación 3) y reduce amplificadamente el coeficiente de monetización (gráfico 1). En un país estable, con una demanda de dinero más bien inelástica como L_0 , la caída de k será mínima, de k_0 a k'_0 . Pero en uno con memoria hiperinflacionaria, la demanda de dinero se desplazará a la izquierda, desde L_0 a L_1 , debido a la sustitución de la moneda nacional por la de reserva, y la caída de k será grande, de k_0 a k_1 . En presencia de sustitución de monedas, la verdadera curva de demanda de dinero es L_v .

Gráfico 1



IV. Propuestas Internacionales

Como cabe esperar de un campo tan fértil como el de la teoría y la política monetarias, la variedad de propuestas de reforma es amplia. Sin embargo, el abanico de posibilidades se achica mucho cuando se impone el requisito de que el nuevo sistema monetario y bancario funcione sin banco central. Hasta donde llega nuestro conocimiento, hay cuatro propuestas que cumplen tal requisito. Son las de Simons, de Hayek, de Mundell y del movimiento de *free banking*. Las tres primeras no han sido puestas en práctica aún; sin embargo, por su vuelo intelectual y sofisticada simplicidad fijan un ideal y nos ayudan a pensar el problema. En rigor, las propuestas de Simons y Hayek prescinden del prestamista de última instancia y la propuesta de Mundell exige un prestamista supranacional. La cuarta propuesta, por su parte, fue una realidad histórica hasta principios del siglo XIX. La ‘banca libre’ reemplazó en situaciones de pánico la asistencia del prestamista de última instancia por una cláusula de reprogramación de depósitos libremente pactada por las partes.

Simons

La banca Simons fue diseñada por Henry Simons y otros economistas de la Universidad de Chicago en la década de 1930, y propuesta en una de sus variantes por Irving Fisher, de la Universidad de Yale, como el sistema menos vulnerable al pánico bancario (Phillips, 1995). Simons escribió en la atmósfera de urgencia y desorientación ideológica que reinó en EEUU durante la Gran Depresión, ‘cuando el capitalismo apenas podría sobrevivir los rigores políticos de otra depresión y el sistema bancario prometía depresiones incluso más profundas’ (Simons, 1948, pág. 56).

La propuesta divide a la banca tradicional en dos unidades: el almacén monetario y el banco de inversión. El primero recibe depósitos en cuenta corriente y presta un servicio de liquidez, integra un encaje del 100%, no otorga préstamos y cobra un arancel por aquel servicio. El segundo recibe ahorros y entrega a cambio bonos cuyo valor está atado a las inversiones del banco en fondos comunes, empresas y proyectos de inversión; no emite obligaciones de renta fija ni da préstamos convencionales, y cobra el clásico arancel del broker. La oferta monetaria sería en este caso igual a la suma del circulante emitido por el gobierno y el saldo de las cuentas corrientes creadas por los almacenes monetarios. La tasa de crecimiento de la oferta de M1 obedecería a una regla fijada por ley y el tipo de cambio de la moneda nacional flotaría (ibid, pág. 57-65). Milton Friedman hizo suya la propuesta, con la sugerencia de remunerar los saldos de las cuentas corrientes (Friedman, 1960, pág. 65-75).

Es una ironía que Simons haya creído necesario que su sistema funcione dentro de un régimen de flotación cuando justamente la banca Simons es consistente con un régimen de tipo de cambio fijo. Pero la ironía tiene su explicación cuando se piensa dentro del contexto que le tocó vivir. Su primer objetivo era aislar a la oferta monetaria del comportamiento del público; esto era posible ya que, una vez abolido el encaje fraccionario, el multiplicador de la base monetaria quedaría fijo en la unidad. Su segundo objetivo era practicar una política monetaria activa, anticíclica; esto también era posible pues la reforma estaba destinada a un país con una velocidad de circulación estable y un nivel de precios bastante rígido.

Si fuera aplicable, la banca Simons sería un sistema invulnerable al pánico bancario. ¿Por qué razón correría el público sobre los depósitos en el almacén monetario, si el encaje alcanza para todos? ¿Por qué razón correría sobre los bonos del banco de inversión, cuando sus cotizaciones ya descuentan el colapso bursátil? Ideal como parece, la banca Simons tiene un problema en todas partes y uno más en Argentina. El problema que presenta en todas partes es que la banca de inversión no ofrece depósitos a plazo fijo. En vista de la preferencia del público por este instrumento de ahorro y de la preferencia de los deudores por los préstamos de monto y tasa fijos, la banca Simons daría lugar a un mercado negro formado por entidades que toman depósitos a plazo con encaje fraccionario y dan préstamos convencionales, y que en la emergencia del pánico necesitaría el auxilio de un prestamista de última instancia, pues en caso contrario la corrida remataría en un lock-out coordinado por los mismos bancos o impuesto por el gobierno (corralito). El segundo problema que presenta la banca Simons en nuestro país es menos sofisticado pero no menos grave. En vista de la historia institucional argentina, no debería extrañarnos que el encaje de las cuentas corrientes del almacén monetario fuera visto como un botín reluciente por un gobierno en crisis financiera, listo a ser canjeado por bonos públicos. Esta expectativa sería motivo suficiente para provocar una corrida sobre el almacén monetario, circunstancia que derivaría en un corralito y en un consecuente quiebre de la cadena de pagos.

Hayek

Tanto o más interesantes y relevantes que la propuesta en si misma, son los motivos que llevaron a Hayek a escribir *Denationalisation of Money* (1978). Este largo y erudito artículo es un intento desesperado de encontrar una solución políticamente factible para eliminar la inflación, el problema más simple desde el punto de vista técnico (Hayek, 1978, pág. 13). Su objetivo es prevenir que los gobiernos tomen decisiones monetarias y financieras que resultan inevitables mientras ellos tengan el poder de tomarlas. El autor se refiere a medidas con las cuales los gobiernos pueden remover rápida y fácilmente las causas del descontento de grupos de presión, pero que están condenadas a desorganizar y, por último, a destruir el orden de mercado (ibid, pág. 19). Para ello, Hayek propone abolir el uso exclusivo dentro de cada territorio nacional de la moneda emitida por el gobierno y admitir en igualdad de condiciones la circulación de monedas emitidas por otros gobiernos. Y llegado este punto, se pregunta sobre la conveniencia de eliminar de una vez por todas el monopolio oficial en la emisión de dinero y permitir que el sector privado suministre al público otros medios de cambio que sean de su preferencia (ibid, pág. 20).

Hayek pensó su propuesta para el viejo Mercado Común Europeo, como una alternativa superior al proyecto de la moneda única administrada por un gran banco central continental, que más tarde se concretaría bajo el nombre de Banco Central Europeo, emisor del euro. El núcleo de su propuesta se sintetiza así: a) primero en Europa y luego en otros continentes, surgirían bancos privados emisores de circulante, encajes bancarios y depósitos; b) el dinero emitido por estos bancos circularía libremente en el país de origen y en todos los países que adhieran a un acuerdo internacional de libertad monetaria y bancaria. Por tanto, el dinero emitido por cualquier banco gozaría de la misma aceptación en todo tipo de transacciones y contratos, presentes y de pago diferido, privados y públicos, incluidos los pagos de impuestos y sueldos y salarios y los pequeños gastos, en cualquier país suscriptor del acuerdo. De esta manera, por ejemplo, el dinero y los depósitos emitidos por un banco privado alemán competirían de igual a igual con el dinero emitido por el gobierno alemán o

el gobierno francés, y con el dinero y los depósitos emitidos por otros bancos privados de cualquier país suscriptor del acuerdo; c) cada banco emitiría moneda por dos canales: la compra de monedas de reserva y, sobre todo, el otorgamiento de préstamos de corto plazo; d) la política de emisión de cada banco apuntaría a mantener aproximadamente constante el precio agregado de una canasta de commodities que refleje los intereses comerciales y de consumo de la región o las regiones donde se concentren las tenencias del dinero emitido por el banco; e) como las monedas emitidas por los distintos bancos serían virtualmente perfectas sustitutas y sus velocidades de circulación, muy volátiles, cada banco estaría listo para congelar o, si fuera necesario, exigir la cancelación de sus préstamos, y sobre todo para intervenir en el mercado de cambios y sostener la paridad original de su moneda en términos de las otras; f) aparte de los bancos emisores, habrían bancos parasitarios; éstos funcionarían dentro de un esquema de banca Simons; los bancos emisores no podrían ser prestamistas de última instancia de los parasitarios; g) las áreas de predominio de cada moneda no tendrían límites precisos; es probable que se superpongan y que sus fronteras fluctúen. Aunque “sin duda, persistirán enclaves gobernados por dictadores que no querrán perder el poder del manejo monetario aun cuando la ausencia del control de cambios ha devenido en la marca distintiva de un país civilizado y honesto” (ibid, pág. 88).²¹

Entre las principales ventajas y desventajas de la propuesta, se cuentan las siguientes: a) en cada país habrían tantos niveles de precios como monedas circulen en él, pero habría una sola estructura de precios relativos; b) desaparecería la institución del prestamista de última instancia; en rigor, esta función se volvería redundante ya que el público no correría contra bancos que pueden emitir circulante; c) se erradicaría la posibilidad de devaluación. Hayek no justifica la devaluación: “el argumento moderno del nacionalismo monetario favorece un arreglo por el que todos los precios de una región pueden ser simultáneamente elevados o rebajados en relación con todos los precios de otras regiones. Se considera que esta es una ventaja porque evita la necesidad de rebajar un grupo particular de precios, especialmente, salarios, cuando la demanda internacional de ciertos productos ha caído. Pero en la práctica, esto significa que, en vez de rebajar algunos pocos precios afectados, una cantidad mucho más grande de precios tendrá que elevarse para restaurar el equilibrio internacional del país después de la devaluación de la moneda local” (ibid, pág. 86); d) se evitaría el control de precios, ya que la devaluación es su causa directa; sin embargo, e) la propuesta favorecería la concentración de la actividad bancaria porque los bancos parasitarios, que deberían tener un encaje de 100% sobre sus depósitos en cuenta corriente, competirían en desventaja con los bancos de emisión en este mercado; f) frente a un gobierno hostil, la posición del banco emisor local podría ser insegura; “existiría algún peligro de que las fuerzas nacionalistas y socialistas involucradas en una estúpida agitación contra las corporaciones multinacionales empujen a los gobiernos a conceder ventajas a las entidades nacionales, provocándose así un gradual retorno al presente sistema de emisión nacional privilegiada” (ibid, pág. 96).

Mundell

Los grandes economistas de todas las épocas han sido internacionalistas (Stuart Mill, Bagehot, Hayek, Mundell) y han favorecido el argumento de la estabilidad de la unidad de cuenta por encima del argumento de la estabilización macroeconómica. Es decir, han creído que la función básica del dinero es facilitar la comparación de precios y reducir el riesgo de

²¹ La propuesta de Hayek está dispersa en los capítulos VIII a XV de la obra citada.

incumplimiento de los contratos de pago diferido, y que la política monetaria activa y la flotación del tipo de cambio, con el objeto de regular el nivel de actividad y crear ventajas artificiales para el sector comerciable de la economía, impiden que la moneda nacional sea una efectiva unidad de cuenta, conducen al estancamiento y finalmente a la destrucción del capitalismo. En un artículo clásico de 1961, *A Theory of Optimum Currency Areas*, Mundell desarrolló, aunque con reservas, una justificación del empleo del tipo de cambio flotante como instrumento anticíclico. Sin embargo, en Mundell (2000), el artículo que contiene la propuesta que ahora sintetizaremos, no quedan rastros del apoyo a la flotación y se impone el argumento de la unidad de cuenta, al punto de sugerir una especie de patrón oro universal exento de la “perversa inelasticidad de la oferta de dinero” que caracterizaba al viejo patrón oro.

Mundell cree que el camino más rápido para suministrar a un país una unidad de cuenta estable, o una moneda de primera clase mundial, consiste simplemente en abolir el banco central nacional y adoptar el dólar norteamericano. Afirma que el dólar es la mejor opción disponible en virtud de su masa monetaria (la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del mundo se realiza en dólares) y de la estabilidad comparativa de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo, cuando piensa en un nuevo orden monetario mundial, lo descarta porque “representa un enfoque hegemónico de la unión monetaria” y porque “la alternativa de una nueva moneda creada por medio de un acuerdo político (tal como el euro o el plan del ‘amero’ de Herbert Grubel para Norteamérica) involucra un alto grado de cooperación política y la necesidad de compartir soberanía” (Mundell, 2000, pág. 225). Como EEUU, UE y Japón no muestran esta predisposición, el autor concluye que una unión monetaria (de moneda única) no es posible en el mundo actual (ibid, pág. 252).

El núcleo de su propuesta puede resumirse así: a) se conforma la unión monetaria del dólar, el euro y el yen, que son las monedas de las tres islas de estabilidad del mundo; b) se elige una de ellas como pivote; debería elegirse el dólar atento a su masa monetaria; los otros países fijarían el tipo de cambio entre sus monedas y el dólar; en números redondos, el tipo de cambio de Japón se fijaría en 100 yenes por dólar y el de UE en 1 euro por dólar; c) la tarea de los bancos centrales de Japón y UE consistiría en mantener fijos esos tipos de cambio y la tarea de una Reserva Federal expandida consistiría en mantener estable el nivel de precios; d) el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal quedaría compuesto por expertos japoneses y europeos así como norteamericanos; un comité de nueve miembros podría incluir 4 norteamericanos, 3 europeos y 2 japoneses; los miembros del comité serían independientes de sus gobiernos, como sucede, teóricamente, con los directores del Banco Central Europeo; e) la Reserva expandida decidiría el ritmo de expansión del crédito (o de crecimiento de la oferta de base monetaria en dólares) por medio del voto de sus miembros; f) la política monetaria apuntaría a un *target* establecido de común acuerdo; el índice de precios tendría en cuenta los bienes representativos de todas las áreas, siguiendo el ejemplo del índice armonizado de precios al consumidor de Europa; g) habría una fórmula para redistribuir el señoreaje, también según el modelo europeo; h) para integrar al resto del mundo al nuevo sistema monetario, el FMI se convertiría en un banco central mundial con autoridad para emitir una moneda mundial, el intor, con respaldo en las monedas emitidas por los tres grandes bancos centrales; i) el intor sería el numerario del sistema mundial, con un tipo de cambio igual a 1:1 respecto del dólar o el euro, o igual a 1:100 respecto del yen; j) el país que deseara participar en el nuevo sistema debería fijar el tipo de cambio de su moneda en términos del intor y seguir los principios de ajuste de una caja de conversión, y permitir que sus precios internos se denominen tanto en la moneda mundial como en la

nacional; k) se contemplaría un arreglo para redistribuir el señoreaje sobre una base global en vez de una tripartita; una posible forma de reparto sería que los tres líderes establecieran un fondo de financiamiento de proyectos acordados internacionalmente. (Ibid, pág. 252-255.)

Un párrafo del autor sintetiza mejor que nada los beneficios de la propuesta: “Considere los grandes beneficios para el resto del mundo, incluyendo a América Latina; nunca más volvería a preocuparse por las fluctuaciones de los tipos de cambio dólar-euro, dólar-yen o euro-yen, y podría vincular su moneda con una verdadera moneda internacional en cuya producción participaría (América Latina o el país adherente tendría sus representantes en el directorio del FMI). Los países que participaran no experimentarían más crisis cambiarias en la medida que siguieran las reglas de la caja de conversión (no hay malos movimientos de capitales; sólo hay malos regímenes cambiarios). Una moneda mundial suministraría una unidad de cuenta universal para transmitir valores y sería la fuente de un fuerte aumento de las ganancias del comercio internacional.” (Ibid, pág. 255.)

Sobre el trasfondo de excepcional volatilidad institucional argentina, salta a la vista que la propuesta de Mundell es insuficiente. Si fuimos capaces de abandonar la convertibilidad con respecto al dólar, ¿qué fuerza podría evitar que abandonáramos una convertibilidad con respecto al intor? Ninguna suficientemente costosa. El intor debería sustituir directamente a la moneda nacional para darle al país un mayor sentido de permanencia. Por último, no está demás repetir que, se sustituya o no el peso por el intor, la adhesión al esquema de moneda universal de Mundell supone que el banco central mundial que surja del FMI reformado será nuestro nuevo banco central y superintendente de bancos.

Free Banking

La propuesta de Hayek le insufló nueva vida al histórico movimiento de *free banking*. Porque aunque apuntan a cosas distintas las anima el mismo espíritu de descentralización de la actividad bancaria. Selgin (1988) y Dowd (1996) se cuentan entre los principales expositores de la ‘banca libre’. Schuler y Hanke (2002) la propusieron para Argentina después del pánico fatal de 2001.

La banca libre tuvo su auge principalmente en Escocia, Nueva Inglaterra, Canadá y Suecia en el siglo XVIII y principios del XIX, cuando no existían, o justamente porque no existían, los bancos centrales. Funcionaba de la siguiente manera: a) una caja de conversión emitía circulante con respaldo de oro; b) el público depositaba una parte del circulante en los bancos; c) sobre esta base, los bancos creaban depósitos y emitían billetes propios; d) la oferta monetaria era igual al circulante convertible más los billetes y depósitos en cuenta corriente emitidos por la banca libre; e) si por razones estacionales u otro motivo el público deseaba menos billetes y más depósitos en cuenta corriente, la banca hacía la conversión automáticamente; f) pero cuando el público desconfiaba del sistema bancario y se apuraba a convertir tanto los billetes como los depósitos en circulante convertible en oro, sobrevinía el drama puesto que no existía la institución del prestamista de última instancia (el Banco de Inglaterra se vio compelido a cumplir esta función en aquel período); g) de todos modos, la banca libre encontró una salida para los pánicos que funcionó satisfactoriamente: la cláusula de reprogramación (Dowd, 1996, pág. 41-57; Shah, 1997); h) la cláusula era parte del contrato de emisión de depósitos, preveía su congelamiento por un cierto tiempo (seis meses) y el banco pagaba a cambio una tasa extra de interés (3% por año).

El talón de Aquiles del free banking es su eminente reversibilidad. Selgin (1988, cap. I) repasa el exitoso desarrollo de la banca libre en aquellos y otros países mientras el sistema funcionó exento de regulaciones oficiales, y señala de qué maneras los gobiernos se fueron apropiando del recurso del señoreaje. Este proceso de monopolización desembocó en la creación de virtuales bancos centrales de propiedad privada, como el Banco de Inglaterra en el siglo XIX, o de bancos centrales estatales, como los que forman parte del paisaje de las economías nacionales en la actualidad, sin el menor cuestionamiento, aun en países donde el fracaso de este tipo de organización es manifiesto.

V. Propuesta para Argentina

En un país institucionalmente reversible como el nuestro, las propuestas examinadas en la sección anterior no son viables. En principio, la de Mundell luce ideal: a) evita la pérdida del señoreaje que supone la adopción de una moneda de reserva; b) atenúa el malestar por la pérdida de un símbolo nacional, puesto que no se sustituye la moneda nacional por la de un país hegemónico sino por una moneda supranacional, como el intor; c) minimiza la pérdida de soberanía, pues contempla que el país tenga representantes en el directorio del nuevo banco central mundial y así comparta las decisiones mundiales en materia monetaria y bancaria. Pero adolece de un gran problema: su ejecución está afuera de nuestro alcance; depende de un acuerdo internacional entre EEUU, UE y Japón que todavía no figura en sus planes.

Nuestra propuesta consiste en internacionalizar la moneda y los bancos que sirven al país o, dicho en otras palabras, en importar este par de instituciones económicas básicas de las islas de estabilidad mundial referidas por Mundell. La idea del ensayo, como resultará evidente a esta altura, no es presentar una detallada propuesta de reforma sino argumentar a favor de un sistema internacionalizado en lugar del actual sistema de banca central. En pocas líneas, la propuesta consiste en:

a) Darle curso legal a una moneda de reserva (dólar, euro) en toda clase de transacciones (comerciales y financieras, grandes y pequeñas, pagos impositivos y salariales).

Es conveniente que la dolarización o la eurización de la economía argentina surja de un acuerdo bilateral por cuestiones de señoreaje, asistencia y prestigio; pero si tal acuerdo no fuera posible, convendría de todos modos proceder en forma unilateral. Como el dólar ya es la unidad de cuenta y la reserva de valor elegida por el público, además de la moneda que se usa en el grueso de las transacciones internacionales del país, la dolarización sería lo más apropiado desde el punto de vista económico; sin embargo, la eurización puede ser lo más apropiado desde el punto de vista político.²²

b) Habilitar los bancos extranjeros residentes con calificación triple A para recibir depósitos offshore (bajo jurisdicción extranjera) de toda clase. También serán habilitados los bancos nacionales asociados a bancos extranjeros triple A en cuanto tal sociedad sea comprobada.

²² Según investigaciones recientes, la dolarización sesgará el comercio exterior hacia el área del dólar en tanto que la eurización lo sesgará hacia la del euro. Por tanto, esta decisión tendrá consecuencias sobre la estrategia de integración comercial argentina.

El objetivo es que los depósitos de todo tipo, de todas las personas y empresas residentes, queden bajo la jurisdicción y supervisión de autoridades monetarias extranjeras; en otras palabras, la idea es erradicar la posibilidad de que el Estado argentino se financie con los encajes bancarios y determinar una completa internacionalización de los préstamos, a fin de estabilizar el valor de los activos bancarios que resulten de la inversión de los pasivos bancarios que se contraigan con residentes argentinos.²³

c) Con un límite, los bancos podrán captar depósitos onshore (bajo jurisdicción nacional), sujetos a encaje fraccionario (para que la capacidad prestable “quede en el país”), pero los certificados de depósito incorporarán una cláusula de reprogramación y otra de eventual conversión en bonos o acciones de los mismos bancos.

Con la excepción de los reprogramables, los depósitos onshore serán ilegales. El objetivo de la restricción es evitar que el público deposite sus ahorros en bancos bajo jurisdicción argentina, ya que, ante un nuevo pánico y su respectivo corralito, aquél volvería a sentirse estafado, repetiría los cacerolazos y empujaría al país a otro estado de cuasi-guerra civil. La supervivencia de la banca onshore, aun acotada por la competencia de la offshore, generaría una externalidad negativa sobre la estabilidad monetaria y la paz social.

d) La oferta monetaria será igual a la suma de circulante en moneda de reserva y depósitos offshore en cuenta corriente, más el limitado monto de depósitos onshore reprogramables también en cuenta corriente. En este contexto, un quiebre de la cadena de pagos originado por una crisis local sería virtualmente imposible.

En un sistema internacionalizado cada uno de nosotros seguirá haciendo sus depósitos y otras operaciones en la sucursal más cercana, pero los fondos depositados serán transferidos a Miami o Munich, por ejemplo, de acuerdo con la preferencia del depositante. Los fondos de residentes argentinos en cuenta corriente, caja de ahorros y a plazo fijo quedarán así bajo la jurisdicción de la Reserva Federal de EEUU, si fueran depositados en bancos de EEUU o en bancos argentinos asociados a bancos triple A de EEUU, o bien bajo la jurisdicción del Banco Central Europeo, si fueran depositados en bancos alemanes o en bancos argentinos asociados a bancos triple A de Alemania o de la zona del euro. De esta manera, los fondos de los argentinos estarán tan seguros como los fondos de los norteamericanos y europeos y no habrá motivo para pánicos ni espacio para corralitos. La banca internacionalizada, u offshore, cambiará la jurisdicción de los depósitos pero no la fachada del sistema bancario local, el cual funcionará sin cambios visibles para el público.

La propuesta ha generado múltiples adhesiones y rechazos desde el mismo momento en que tomó estado público (Ávila, 2002a y 2002b). A continuación, listamos las principales críticas recibidas, y sus respectivas respuestas, en un intento de aclarar dudas o despejar prejuicios.

²³ Note que la banca tradicional no permite o no induce una internacionalización de los préstamos. Durante la década de 1990, los activos externos de los bancos eran una fracción mínima de los activos totales. ¡Qué gran ironía! En uno de los países más volátiles, los bancos concentraban sus préstamos en empresas, en personas y en gobiernos nacional y provinciales sujetos al riesgo-argentino, en vez de diversificarlos a lo largo y lo ancho del mundo.

Primera crítica: “El Congreso fijará un gravamen especial sobre los depósitos offshore que tengan los argentinos.”

Respuesta: La crítica no tiene asidero; es producto de pensar el nuevo sistema con la mentalidad del viejo. Todos, incluidos porteros y taxistas, tendremos depósitos offshore en el nuevo sistema. Estos serán la norma; por tanto, difícilmente podría vérselos como una manifestación de riqueza excepcional.

Segunda crítica: “La banca offshore es la legalización de la fuga de capitales”, acusan algunos políticos, y “el ahorro de los argentinos debe ser preservado para los argentinos”, argumentan algunos empresarios.

Respuesta: Quizás el principal argumento a favor de una banca offshore y en contra de la banca tradicional sea ético. La banca offshore defiende los ahorros de las clases media y baja del riesgo de un Estado arbitrario. Por el contrario, la banca tradicional mantiene los ahorros de los menos pudientes cautivos de la jurisdicción argentina, listos para una nueva licuación apenas el Estado o las empresas de capital nacional caigan en default. No hay un mejor antídoto contra cambios injustos y violentos en la distribución de la riqueza nacional que un sistema internacionalizado.

Tercera crítica: “La banca offshore no es realmente un cambio ya que está disponible hace mucho tiempo.”

Respuesta: No cualquiera puede hacer un depósito offshore actualmente. Hacen falta información y recursos que la mayoría de la gente no tiene. El propósito es cambiar la orientación y el armado del negocio bancario para abaratar el trámite y hacerlo inteligible y transparente para todos.

Cuarta crítica: “La banca offshore elimina el crédito para el país.”

Respuesta 1: El crédito bancario es sólo uno de los componentes de la oferta de crédito. También existe el crédito comercial, la emisión de acciones y obligaciones negociables, los fondos comunes de inversión, la reinversión de utilidades y la captación de fondos externos para ser fraccionados en préstamos hipotecarios y prendarios a riesgo propio. En Europa, el crédito bancario es importante; en EEUU no lo es tanto y el mercado de capitales tiene una gravitación muy especial.

Respuesta 2: La banca tradicional tampoco suministrará mucho crédito en los próximos años ya que no atraerá gran cantidad de depositantes por falta de confianza. Recordemos la sagaz observación de Bagehot: “El crédito es un poder que puede crecer pero que no puede ser construido. Quienes vivan en un sistema grande y firme de crédito deben saber que si lo rompen no verán otro, porque les llevará años y años crear el sucesor” (Bagehot, 1873, pág. 69).

Respuesta 3: En un sistema internacionalizado, un banco de capital nacional prestará a Argentina a lo sumo 3% de sus depósitos. Una proporción razonable en vista de la potencial gravitación de la economía argentina en la economía mundial. De igual forma, los restantes bancos, nacionales o extranjeros, prestarán a Argentina a lo sumo 3% de sus depósitos, captados en Argentina y en el resto del mundo. La oferta de crédito al país será una oferta propiamente internacional.

Respuesta 4: En principio, en una pequeña economía abierta como la argentina la tasa de interés no depende del tipo de organización bancaria. La tasa de interés es la misma, con banca tradicional, banca Simons, banca Hayek, banca Mundell o banca internacionalizada.

En todos los casos, el costo del crédito es igual a la tasa de interés internacional, más el spread técnico, más la prima de riesgo-argentino. Sucede lo mismo que con el precio de un auto Ford puesto en Argentina, que es igual a su precio de salida de EEUU, más el costo del flete y el seguro, más el arancel de importación. Este y ningún otro será el precio interno del Ford. Que la industria automotriz local sea competitiva, monopólica o estatal, moderna y eficiente o vieja e ineficiente, son cuestiones irrelevantes al efecto de determinar el precio interno del auto.

Respuesta 5: Algunos banqueros enfatizan que las regulaciones prudenciales que rigen en los países de origen de la banca offshore no permitirían que ésta preste a las empresas y familias argentinas. Este argumento es doblemente engañoso. El motivo excluyente de tales regulaciones es el riesgo-argentino, pero justamente el sistema internacionalizado tiene por meta abatirlo, al menos en parte. También olvidan que cuando un país se vuelve previsible el capital fluye hacia él con independencia de las regulaciones bancarias; uno de los tantos canales es la captación de fondos externos por parte de banqueros independientes para su posterior fraccionamiento local a riesgo propio.

En suma, el sistema internacionalizado debería arrojar una tasa de interés local más baja y una oferta de crédito más abundante que el sistema tradicional.

Quinta crítica: “El sistema internacionalizado no reducirá la prima de riesgo-argentino.”

Respuesta: Es razonable pronosticar que la combinación de una moneda indevaluable y una banca offshore eliminará gran parte de la prima de riesgo-argentino. Aunque también es razonable esperar que una parte de la prima no pueda ser removida debido a que el nuevo sistema suministrará crédito a empresas y familias que invierten y trabajan en el país, que quedan sujetas a la volatilidad residual del país y que están fuera del alcance de los tribunales internacionales. La prima de riesgo-argentino desaparecerá por completo cuando el sistema internacionalizado funcione en compañía de otras reformas y cuando el mercado financiero mundial concluya que la estabilidad nacional es perdurable.

Sexta crítica: “Como la Convertibilidad en su momento, el sistema internacionalizado también puede ser revertido; por tanto, no es una solución permanente.”

Respuesta: Es la verdad, tanto los dólares o los euros de curso legal como los depósitos offshore pueden ser declarados ilegales. No podemos erradicar la posibilidad de que algún día el público sea obligado por un gobierno asfixiado por la falta de recursos o simplemente retrógrado, a aceptar el dinero nacional y a depositar sus ahorros bajo jurisdicción nacional. Sin embargo, el circulante preexistente en moneda de reserva no podrá ser gravado por el impuesto inflacionario ni los depósitos offshore preexistentes podrán ser expropiados. Esto es lo importante para preservar la distribución de la riqueza y la paz social. En este sentido afirmamos que el sistema internacionalizado es verdaderamente irreversible. Por lo menos los stocks estarán a salvo.

Los banqueros argentinos miran esta propuesta con mucha aprensión. Temen que sea un salto al vacío. No han considerado todavía algunas ventajas del sistema internacionalizado. En primer lugar, tenemos buena evidencia internacional que avala la propuesta. Se trata de la experiencia contemporánea de los quince países de UE que sustituyeron físicamente sus monedas nacionales ancestrales por el euro. Aparte de la reducción del riesgo-país que esto ha significado para los países de la periferia europea y del consecuente boom económico, deberíamos tomar nota de que los viejos bancos centrales de los países miembros de la zona

del euro tienen ahora un papel fundamentalmente decorativo; ninguno de ellos conserva el poder del prestamista de última instancia ni la capacidad para ejercer una superintendencia de bancos autónoma; en UE sólo hay un único banco central, el Banco Central Europeo, que funciona en Bruselas, y sólo un verdadero superintendente de bancos. Lo demás es una ficción que sirve para atenuar la subitaneidad del tránsito, como escribiera Ortega y Gasset en *Mirabeau*. En segundo lugar, ¿existe, acaso, un sistema que garantice más acabadamente que el propuesto la reaparición en nuestro país del crédito hipotecario a 30 años de plazo y 6% de interés anual? Parecería que no. En todo caso, no está a la vista un sistema monetario y bancario distinto al internacionalizado que pueda regenerar el mercado de crédito de largo plazo con la misma o mayor velocidad. Por último, ¿han evaluado los banqueros argentinos cuánto valdrán sus activos en el marco del sistema propuesto? La banca internacionalizada coexistirá con la banca de inversión. El nuevo negocio consistirá en captar ahorros locales y girarlos a un banco extranjero asociado y en otorgar préstamos con fondos externos a riesgo offshore, en captar fondos externos y fraccionarlos en préstamos hipotecarios, prendarios y personales a riesgo propio, y en tomar ahorros locales a cambio de obligaciones de renta variable para financiar proyectos de inversión y participaciones en empresas. El negocio puede ser muy variado e interesante, sobre todo porque funcionará en un clima de riesgo-argentino bajo en vista de que los riesgos de devaluación y de pánico bancario serán nulos.

VI. Conclusión General

El sistema internacionalizado que proponemos es la traducción en una fórmula concreta de la segunda afirmación de Alberdi, citada al principio del ensayo. La adopción del dólar o el euro como la moneda de curso legal para toda clase de transacciones y la puesta bajo jurisdicción internacional de los depósitos bancarios de los residentes argentinos responden a la misma idea: importar instituciones económicas fundamentales cuyo costo de reversión sea muy alto, con el fin de asegurar el mayor horizonte de estabilidad posible.

La solución del fracaso institucional que explica la prolongada declinación argentina no está adentro sino afuera del país. Quienes la buscan adentro insisten en la independencia de poderes, el respeto de la ley, el superávit fiscal y la educación como formas de encauzar la turbulencia social y política que ha carcomido las instituciones que regulan la vida pública nacional. Quienes creemos que la solución está afuera proponemos fijar un curso indeleble para encauzar tanta agitación hacia fines constructivos. Intuimos que la independencia de poderes y los otros requisitos mencionados son condición necesaria pero no suficiente para el crecimiento.

En 1982 hubo una licuación deliberada del valor real de la moneda, los depósitos y los préstamos bancarios. En 1989-90 hubo una licuación no deliberada, e incluso mayor, de los activos monetarios y cuasi-monetarios en moneda nacional. En 1990, aunque el objeto no era licuarlos, se cambiaron unilateralmente depósitos por bonos, violándose así derechos de propiedad. El manoseo del peso convertible y la apropiación de encajes en 2001 fue posible porque la moneda era nacional y el sistema bancario estaba sujeto a jurisdicción nacional. Las violaciones de contratos privados (tarifas de servicios públicos y depósitos bancarios) que siguieron en 2002 fueron consecuencia directa de la vigencia de una moneda nacional, o sea, una moneda que puede ser devaluada. A decir verdad, no importa si estas violaciones fueron deliberadas o no; lo único realmente importante es que ocurrieron porque el sistema monetario y bancario existente deja abierta la puerta a esa posibilidad.

Tanto Bagehot como Friedman y Schwartz llegaron a una misma conclusión: el encaje fraccionario, o el sistema bancario tradicional, era el problema. Para el primero, la solución consistía en aumentar la reserva del Banco de Inglaterra a no menos de 33% de sus pasivos; para los segundos, consistía en que la Reserva Federal actuara como verdadero prestamista de última instancia (Bagehot, 1873, cap. XIII; Friedman y Schwartz, 1963, cap. VII). En este ensayo arribamos a aquella conclusión con el agravante de la histórica arbitrariedad de la jurisdicción argentina. Ya aplicamos la solución de Bagehot y fracasamos sin atenuantes. El mismo Congreso de la Nación que había aprobado una ley de convertibilidad asegurando el respaldo de 100% de la base monetaria, decidió derogarla por medio de otra ley diez años después. Por su lado, la solución de Friedman y Schwartz es inconsistente con un tipo de cambio fijo y hemos concluido que sin éste el nivel de precios quedaría indeterminado. Así, el sistema internacionalizado sería la única vía de escape que nos queda, puesto que apostar a la regeneración de la moneda nacional y de la banca comercial bajo jurisdicción nacional involucraría un proceso por demás lento y de resultado incierto. Huelga repetir que nuestra propuesta demanda una actualización del concepto de soberanía nacional pues el que rige nuestra forma de pensar y de proyectarnos al mundo es propio del nacionalismo político, monetario y bancario del siglo que pasó.

Apéndice: Devaluación de 2002

Gran parte de la profesión económica y de la dirigencia empresaria y política argentina está persuadida de que la devaluación de principios de 2002 fue un considerable éxito, pues no acarreó tanta inflación como se esperaba y, de esta manera, se ha podido mantener un elevado tipo real de cambio. Esa frívola devaluación no será fácil de olvidar por diversas razones: a) quebró un régimen de moneda convertible que era querido por la población; b) fue grande y descontrolada, aun para Argentina; c) fue acompañada por una pesificación asimétrica que puso de manifiesto un desprecio por los contratos nunca visto en tan gran escala en nuestra historia; cada dólar de depósito se transformó en 1.40 pesos ajustados por la variación del índice de precios al consumidor, y cuando hubo juicios de amparo de por medio los bancos fueron obligados a devolver cada dólar al tipo de cambio de mercado; mientras tanto, cada dólar de préstamo era congelado en un peso; d) produjo un aumento explosivo de la prima de riesgo-argentino; de un promedio de 8 puntos porcentuales (EMBI plus, Banco Morgan) en los doce meses anteriores a julio de 2001, esta variable saltó a un máximo histórico de 70 puntos porcentuales a principios de julio de 2002. En rigor, la cuarta razón no vale por sí misma dado que está explicada por las tres primeras.

La gran suba del riesgo-argentino es nuestra explicación del “éxito” de la devaluación. La prima está correlacionada en forma negativa con el ingreso internacional de capitales, la absorción y el PBI, y en forma positiva con el tipo real de cambio (Ávila, 2000, cap. I).²⁴ En otras palabras, un aumento de la prima reduce el ingreso de capitales, la absorción y el PBI, y eleva el tipo real de cambio. Aquella gran suba provocó una salida de capitales más grande aun que la registrada en ocasión de la hiperinflación. De recibir un promedio de 300 millones de dólares mensuales en los doce meses anteriores a julio de 2001, la economía argentina pasó a expulsar 3100 millones por mes entre febrero y abril de 2002; este giro determinó una contracción de la absorción próxima a 30% en dicho trimestre y una casi triplicación del tipo real de cambio.

$$11) e = \frac{E.P^*}{P}$$

La ecuación 11 informa que el tipo real de cambio, e , es un cociente entre el nivel de precios mayoristas del área monetaria de referencia, P^* , multiplicado por el tipo de cambio nominal, E , y el nivel de precios al consumidor del país, P . La devaluación elevó por vía directa el nivel de precios de los bienes comerciados (aproximado por $E.P^*$) y contuvo por vía indirecta el nivel de precios de los bienes no comerciados (aproximado por P). La primera parte de esta afirmación está explicada por la ecuación y es producto del arbitraje internacional de mercaderías. La segunda parte está explicada por el colapso de la demanda de servicios.

El cuadro 5 sintetiza el comportamiento temporal de estas variables. El punto de partida corresponde a diciembre de 2001, el mes anterior a la devaluación. Note sobre todo las trayectorias del tipo de cambio nominal y el nivel de precios al consumidor. En junio de 2002, el tipo de cambio había aumentado un 263% y el nivel de precios al consumidor, apenas un 31%, mientras el tipo real de cambio se ubicaba un 181% por encima del nivel de

²⁴ La absorción es una parte de la demanda agregada; es igual a la suma del consumo privado, la inversión privada y el gasto público. O sea que excluye la demanda de exportaciones.

diciembre, muy cerca del nivel promedio de las décadas de 1970 y 1980, cuando Argentina expulsaba capitales casi sin interrupción. También contribuyeron a contener la inflación el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos y el establecimiento de retenciones a la exportación de productos agropecuarios e hidrocarburos. Advierta, asimismo, que el tipo real de cambio fue cayendo a medida que la salida de capitales se desvanecía hasta anularse en diciembre de 2003.

Cuadro 5				
	<i>E</i>	<i>P</i> *	<i>P</i>	<i>e</i>
Dic. 2001	1.00	100.0	100.0	100.0
Jun. 2002	3.63	100.8	130.5	280.8
Dic. 2002	3.52	101.2	140.8	253.2
Dic. 2003	2.98	105.2	146.1	214.3
Fuente: Tipo de cambio nominal: datos propios. Nivel de precios interno: INDEC. Nivel de precios internacional: Reserva Federal de EEUU.				
Aclaraciones: <i>E</i> : pesos por dólar, promedio mensual. <i>P</i> *: índice de precios mayoristas de EEUU. <i>P</i> : índice de precios al consumidor de Argentina.				

Cabe preguntarse, finalmente, por qué motivo se redujo la salida de capitales a partir de abril de 2002. Nuestra tesis es la siguiente. A fines de abril o principios de mayo sucedieron dos cosas importantes desde el punto de vista monetario. El tipo de cambio se escapó por encima de 4 pesos por dólar y el gobierno entró en estado de pánico; el gobierno predicaba que seguiría una política de “libre flotación” pero sabía muy bien que la depreciación del peso se reflejaría en una mayor inflación, mayor cantidad de personas por debajo de la línea de pobreza, asaltos a supermercados y eventuales problemas de gobernabilidad (recuerdos de la hiperinflación). A la vez, la misma suba del tipo de cambio permitió que las reducidas reservas internacionales del BCRA (expresadas en pesos) igualaran e incluso superaran a la base monetaria. Sin ningún tipo de anuncio oficial, los agentes financieros fueron infiriendo desde junio la verdadera política cambiaria a partir de las intervenciones diarias del BCRA en el mercado de cambios. A mediados de 2003, resultaba claro para el mercado financiero que el gobierno aplicaba una convertibilidad informal, con un tipo de cambio que fluctuaba acotadamente en torno de 3 pesos por dólar y con la base monetaria respaldada en un 100% por los dólares contantes y sonantes que atesoraba el BCRA. Esta nueva convertibilidad, aunque informal y menos limpia que la original, proveyó la estabilidad y la gobernabilidad que explican la reducción de la prima de riesgo-argentino (medida por el bono post-default BODEN 2012), la reducción de la salida de capitales y la fuerte reactivación de los años 2003 y 2004.

Referencias Bibliográficas

- Alberdi, J. B. (1852): Bases. Reimpreso por Ciudad Argentina, 1998.
- Almansi, A. y C. Rodríguez (1997): “Alternativas de Estabilización”, Convertibilidad, J. Ávila (compilador), A. Almansi y C. Rodríguez, Universidad del CEMA.
- Ávila, J. (1997a): “Déficit, Dinero e Inflación”, en Ávila, Almansi y Rodríguez, obra citada.
- Ávila, J. (1997b): “Condiciones para una Flotación Estable”, en Ávila, Almansi y Rodríguez, obra citada.
- Ávila, J. (1997c): “Comentario a ‘Las Hiperestabilizaciones sin Mitos’ de J. J. Llach”, en Ávila, Almansi y Rodríguez, obra citada.
- Ávila, J. (2000): Riesgo-Argentino. Universidad del CEMA.
- Ávila, J. (2002a): Primer artículo sobre banca offshore. Ámbito Financiero, 15 de enero.
- Ávila, J. (2002b): Segundo artículo sobre banca offshore. Ámbito Financiero, 18 y 19 de septiembre.
- Banco Central de la República Argentina: Memorias e Informes Anuales, varios números.
- Banco Central del Uruguay: Datos disponibles en www.bcu.gub.uy.
- Bagehot, W. (1873): Lombard Street. Reimpreso por John Wiley & Sons, 1999.
- Blasco Garma, E. (2001): Dolarizar (El fin de las monedas nacionales). Editorial Atlántida.
- Berg, A. y E. Borensztein (2000): “The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies”, Journal of Applied Economics, November.
- Cagan, P. (1956): “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, Studies in the Quantity Theory of Money, compilado por M. Friedman, The University of Chicago Press.
- Calvo, G. y R. Fernández (1982): “Pauta Cambiaria y Déficit Fiscal”, Inflación y Estabilidad, compilado por R. Fernández y C. Rodríguez, Ediciones Macchi.
- Dowd, K. (1996): Laissez-Faire Banking, Routledge.
- Feige, E. (2003): “The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and de facto Dollarization and Euroization in Transition Countries.” Disponible en <http://ideas.repec.org/e/pfe11.html>.

Feige, E., M. Faulend, V. Sonje y V. Susic (2000): “Currency Substitution, Unofficial Dollarization and Estimates of Foreign Currency Held Abroad: The Case of Croatia”, Sixth Dubrovnik Economic Conference, June. Disponible en <http://ideas.repec.org/e/pfe11.html>.

Feige, E., M. Faulend, V. Sonje y V. Susic (2002): “Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility”. Disponible en <http://ideas.repec.org/e/pfe11.html>.

Fondo Monetario Internacional: Estadísticas Financieras Internacionales, varios números.

Friedman, M. (1960): A Program for Monetary Stability, Fordham University Press.

Friedman, M. y A. Schwartz (1963): A Monetary History of the United States, 1867-1960. NBER, Princeton University Press.

Girton, L. y D. Roper (1981): “Theory and Implications of Currency Substitution”, Journal of Money, Credit and Banking, February.

Guidotti, P. y C. Rodríguez (1992): “Dollarization in Latin America. Gresham’s Law in Reverse?”, Staff Papers, vol. 39, N° 3.

Hayek, F. (1978): Denationalisation of Money, The Institute of Economic Affairs.

Heymann, D. (1986): “Las Grandes Inflaciones: Características y Estabilización”, Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización, compilado por CEPAL, documento de trabajo N° 18, febrero.

Hicks, J. (1967): “Monetary Theory and History: an Attempt at Perspective,” Critical Essays in Monetary Theory, Oxford Clarendon Press.

Kareken, J. y N. Wallace (1981): “On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates”, The Quarterly Journal of Economics, May.

Lagos, M. (2002): “Contagio e Incompetencia en la Crisis Bancaria Argentina de 2001-2002”. No publicado.

McKinnon, R. (1996): “Direct and Indirect Concepts of International Currency Substitution”, The Macroeconomics of International Currencies; Theory, Policy and Evidence, compilado por P. Mizen y Eric Pentecost, Edward Elgar.

Mundell, R. (1961): “A Theory of Optimum Currency Areas”, The American Economic Review, September.

Mundell, R. (2000): “Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform”, Journal of Applied Economics, November.

Phillips, R. (1995): The Chicago Plan & New Deal Banking Reform, M. E. Sharpe.

Pou, P. (2004): Conferencia sobre la crisis bancaria, FIEL: Argentina; Crisis, Instituciones y Crecimiento, tomo 2, páginas 387-417.

Rubinstein, G. (1999): Dolarización (Argentina en la aldea global). Nuevohacer, Grupo Editor Latinoamericano.

Sargent, T. (1986): “The Ends of Four Big Inflations”, Rational Expectations and Inflation, Harper & Row Publishers.

Schuler, K. (2002): “Fixing Argentina”, Cato Institute web paper, April.

Schuler, K. y S. Hanke (2002): “How to Dollarize in Argentina Now”, Cato Institute web paper, January.

Selgin, G. (1988): The Theory of Free Banking (Money Supply Under Competitive Note Issue), Rowman & Littlefield.

Shah, P. (1997): “The Option Clause in Free-Banking Theory and History: A Reappraisal”, Review of Austrian Economics, 10, N° 2.

Simons, H. (1948): “A Positive Program for Laissez Faire. Some Proposals for a Liberal Economic Policy”, Economic Policy for a Free Society, The University of Chicago Press.

Thornton, H. (1802): Paper Credit. Reimpreso por George Allen and Unwin Ltd., 1939.