

## PREÁMBULO

La selección de trabajos aquí reunidos se inicia cronológicamente con un fragmento del ensayo casi inédito de Carl Menger sobre el dinero (1892), dedicado a analizar su demanda. En este ensayo, el fundador de la Escuela Austriaca de Economía hacía algo insólito en su tiempo, prescindir de la famosa ecuación de Cambridge y de las restantes formulaciones conocidas de la teoría cuantitativa del dinero, insistiendo, en su lugar, en la necesidad de un patrón internacional de valor y el mantenimiento de la convertibilidad dentro del sistema bancario de reserva fraccional, entonces vigente en todo el mundo.

A continuación me pareció oportuno incluir el artículo que Knut Wicksell publicó, el año 1907, en la prestigiosa revista *Economic Journal*, para dar a conocer a los economistas británicos, cómo podíamos prescindir de la antigualla del oro y controlar la emisión de una moneda inconvertible sin que los nuevos medios fiduciarios de pago se nos fueran de las manos, ocasionando una catástrofe. La dificultad que presentaba su idea de la existencia de un *tipo natural de interés* es que nadie sabía cuál era el nivel preciso al que se situaba esa magnitud ni su grado de estabilidad. Pero lo cierto es que a pesar de todas las oscuridades y otras inconsistencias que presentaba la formulación de Wicksell, un buen número de economistas de las más diversas procedencias se sintieron atraídos por su idea de prescindir del oro y tratar, en su lugar, de estabilizar un nivel general de los precios.

Probablemente, los más escépticos fueron los economistas de la Escuela Austriaca, con Ludwig Mises y Friedrich Hayek a la cabeza, de ahí la inclusión a continuación de la conferencia que pronunciara Gottfried Haberler ante el exigente auditorio de la Universidad de Chicago en 1932, cuando ya conocíamos el desconcierto que había suscitado el estallido de una burbuja de precios en la Bolsa de Nueva York y el abandono de un patrón internacional de valor como había sido el oro.

En aquellos años, nos dice Haberler, la mayoría de los economistas pensaban que en cualquier situación dada había un *tipo de interés* que mantiene estable el nivel de precios. Si el sistema bancario situaba el tipo de interés de sus créditos por debajo de aquel, que algunos llaman natural y otros de equilibrio, los precios y el volumen de la producción tenderían a subir. Si, por el contrario, lo situaban por encima, los precios y el volumen de la producción tenderían a descender. Por lo tanto, si fuera posible mantener el nivel de los precios estable, nunca a la prosperidad de los negocios le seguiría una depresión y si, por alguna circunstancia, hubiéramos permitido que los precios subieran y a continuación se desencadenara una depresión, para salir de ella no tendríamos más que detener el descenso de los precios y nuestras dificultades desaparecerían de inmediato.

Pues bien, lo que Haberler venía a explicar ante aquel distinguido auditorio era que esa ortodoxia estaba equivocada porque incluso si los precios habían permanecido relativamente estables, pero la *estructura vertical de la producción* se había visto perturbada por un desarrollo desproporcionado en la producción de bienes de capital, la solución que proponía la ortodoxia no funcionaría. Pero el concepto de estructura vertical de la producción era extraño para aquella audiencia, como lo había sido para los que escucharon en la London School of Economics, un año antes, la exposición, bastante más compleja, que allí hiciera Hayek de esta doctrina.

Y este me pareció que era el momento oportuno para dar entrada a John Maynard Keynes con un artículo que escribió poco después de aparecer su famosa *Teoría General*, respondiendo a las críticas que le habían formulado cuatro economistas bien conocidos del momento, Frank Taussig, Dennis Robertson, Jacob Viner y Wassily Leontieff. Resulta realmente interesante observar hoy, leyendo esta réplica, que nada más aparecer aquella obra que nos ha tenido entretenidos durante más de medio siglo, con discusiones interminables sobre lo que nos quiso decir, pocos percibieran cuál era, para el autor, la verdadera innovación que aportaba y que él mismo quería aclarar a sus críticos en este artículo. Pero no fue esto lo que más me llamó la atención de su réplica y determinó su inclusión aquí, sino su empeño en configurar el fenómeno del interés como una recompensa por prescindir de los *servicios de liquidez* que presta el dinero, una función para la que no nació y muy de actualidad, porque un papel-moneda inconvertible es el ideal para poder situar los tipos de interés a un nivel negativo, la anomalía perfecta de nuestros días.

Milton Friedman y Anna Schwartz se habían encargado de reprimir el entusiasmo de Keynes por las políticas fiscales de estabilización, acumulando pruebas que venían a sugerir, cómo los errores de la Reserva Federal al permitir que la oferta monetaria se redujera en un tercio, explicaban mejor que las tesis del economista británico o las de su principal adversario Hayek, lo sucedido en los años treinta del siglo pasado. Esto fue lo que me llevó a incluir en esta selección el artículo que publicó Haberler en 1986, reconociendo que la tesis monetarista explicaba mejor que el desequilibrio de la *estructura vertical de la producción* lo sucedido en aquellos años, pero sin que esto supusiera quitar relevancia a esta clase de desequilibrio y dejando a un lado la propuesta de Hayek para abolir el monopolio de emisión del gobierno.

Hayek había vuelto a la escena tras un largo silencio y se lamentaba de la escasa fe de Friedman en los procesos de mercado para seleccionar la moneda que mejor pudiera satisfacer las exigencias de sus demandantes. Pero para ello se hacía necesario eliminar el *curso legal forzoso* de las monedas fiduciarias inconvertibles que circulaban. La respuesta de Milton Friedman y Anna Schwartz se hizo esperar unos diez años y estuvo profundamente meditada, como prueba el artículo que he seleccionado a continuación, escrito también en 1986.

Para empezar, no se daban las condiciones políticas para llevar a cabo esa clase de reforma y todo lo que llevaba aparejado. Pero por si esto no fuera ya suficiente, ellos argumentaron que los economistas solo estaban en condiciones de probar que a lo máximo que podía llevarnos un proceso competitivo de selección de monedas, era a elegir una basada en mercancías, no una moneda fiduciaria. Reconocían no saber de ningún estudio que comparase los *costes* del sistema monetario anterior a la Primera Guerra Mundial (el patrón monetario basado en la libra esterlina convertible en oro) y el patrón fiduciario que rige en todo el mundo desde 1971. En cualquier caso, escribieron que: «sería una paradoja que los nuevos costes produjeran una presión para volver a introducir mercancías en el mundo del dinero, con objeto de reducir los de una moneda fiduciaria» (paradoja Friedman-Schwartz). Con esto concluye la selección de trabajos de ilustres economistas entre los que más contribuyeron a conformar las ideas monetarias de nuestro tiempo.

Pero era necesario completar el cuadro con dos trabajos de nueva factura concebidos al hilo de los acontecimientos actuales, anteponiéndolos a los anteriores. Me había ocupado años atrás (1985) de escribir un libro sobre el poder de emitir dinero, una idea que me había proporcionado la lectura del que dedicaron Geoffrey Brennan y James Buchanan al análisis del poder fiscal del Estado y la crisis de los activos financieros tóxi-

cos reavivó mi interés por este tema. Muchos economistas y una buena mayoría de los políticos en ejercicio seguían confiando en las políticas de acción sobre la demanda agregada y pensaban que atar sus manos a reglas constitucionales que limitaran el déficit presupuestario sería una enorme equivocación y, además, estaban dispuestos a convencer a los votantes para que lo impidieran. Mientras así fuera, el establecerlas no sería de mucha utilidad, porque llegada la ocasión ya se encontraría alguna forma de suspenderlas. Se necesita, a mi juicio, desenmascarar muchos de los mitos que se esconden detrás de las políticas económicas del siglo veinte y que hicieron caso omiso de sus consecuencias «no intencionadas».

La situación no dejaba de ser preocupante por cuanto este mismo año, algunos de los testigos de excepción de la reciente crisis empezaban a preguntarse qué hacer si algo parecido volvía a suceder o si se quiere de una forma menos alarmante, qué cabe hacer cuando las llamadas *políticas monetarias no convencionales* parecían tener también consecuencias «no intencionadas» que limitaban mucho sus márgenes de actuación. Esto me aconsejó acudir a quien sabía buen conocedor de este tema, el catedrático emérito de la Universidad de Colonia, ex-director y en la actualidad investigador Senior de su Instituto de Política Económica, Dr. Juergen B. Donges, encomendándole la evaluación de un experimento que dura ya lo suficiente como para poder ser enjuiciado con la perspectiva necesaria, tarea que ha llevado a cabo con el rigor que siempre le caracterizó.

Su análisis confirma lo que ya sospechábamos, que es urgente recuperar la función que los tipos de interés cumplen en las economías, cualquiera que sea su orientación institucional. Las tasas de interés negativas que cotizan algunos mercados de activos son una «anomalía» a todas luces insostenible que impide el normal funcionamiento de nuestros bancos, compañías aseguradoras y planes de pensiones de todo tipo, lo que debería

haber bastado para ponernos en guardia frente al triunfalismo con el que algunos banqueros centrales y escritores de distintas procedencias recibieron las llamadas políticas monetarias no convencionales. Se necesita salir del callejón en el que nos vimos encerrados, por lo que en todos los sentidos era una emergencia, por estar ciegos a las consecuencias «no intencionadas» de las ideas monetarias que han prevalecido a lo largo del siglo veinte.

No fue una gran inflación mundial de papel-moneda inconvertible, como parecía pensar Irving Fisher y creían estar en condiciones de poder evitar Milton Friedman y Anna Schwartz, sino una nube de «activos financieros tóxicos» que a su paso destruyó millones de puestos de trabajo y que, en mi modesta opinión, solo pudo propiciar la creencia de que el gobierno acabaría suministrando la *liquidez* suficiente. Pero esto tiene esos costes inasumibles que nunca tuvieron en cuenta quienes durante todo el siglo anterior confiaron en las políticas convencionales de acción sobre la demanda, creyendo estar en condiciones de poder dominar la enorme elasticidad de un papel-moneda inconvertible.

Es verdad que no bastaba con documentar los abusos por parte de los gobiernos de sus poderes de emisión de esa clase de moneda, ni tampoco el poder demostrar que hay alternativas al actual sistema monetario económicamente más satisfactorias. Pero si al menos tuviéramos hoy disponibles y suficientemente debatidas a escala intelectual esas alternativas, podríamos movilizar la clase de apoyos políticos imprescindibles para llevar a cabo reformas que eviten los acontecimientos que nos ha llevado a sintetizar, en este breve recorrido, algunos de los hitos imprescindibles en el desarrollo de nuestras ideas monetarias.

EL EDITOR

PRIMERA PARTE

LA MONEDA FIDUCIARIA





CÁPITULO I  
LA MONEDA  
DEL SIGLO VEINTE

JOSE ANTONIO DE AGUIRRE  
Vicepresidente  
Fundación Hayek de Roma

I

Cuentan que un conocido economista solía decir a sus estudiantes universitarios que cualquiera que hubiese empleado demasiado tiempo en cavilar sobre los intrincados problemas del sistema monetario y financiero internacional, corría el riesgo de acabar mentalmente trastornado. Tal vez esto se deba a la proliferación de las modernas monedas nacionales porque antaño, cualquiera que fuese su denominación, todos sabíamos que cien onzas de oro o de plata siempre acabarían cambiándose por otras tantas. Los problemas modernos que suscitan los tipos de cambio fijos o variables, o los del ajuste de las balanzas de pagos preocuparon de una forma distinta a quienes se ocuparon antaño de los problemas monetarios. Antes de que David Hume, en su crítica al mercantilismo, nos dijera que la balanza de pagos está en equilibrio cuando las importaciones se pagan con exportaciones y no hay movimiento de dinero metálico entre los países, el ideal era que las importaciones se situaran por debajo de las exportaciones, única forma de que los países sin minas propias se procuraran el dinero necesario para el funcionamiento de sus mercados<sup>1</sup>.

---

1. Véase al respecto Charles P. Kindleberger *International Capital Movements*, Cambridge University Press 1987, p. 4-5.

Nadie corría el riesgo de quedar trastornado al reflexionar sobre las manipulaciones de las monedas metálicas por parte de los soberanos que las acuñaban y todo se reducía a saber que la moneda de baja ley acabaría expulsando de la circulación a la buena, cuando aquellos soberanos, abusando de la confianza en ellos depositada, daban un valor nominal a sus monedas que nada tenía que ver con su contenido metálico. Es verdad que las gentes siempre se han lamentado de la escasez de *dinero* y hoy siguen haciéndolo, pero Adam Smith nos enseñó, hace ya mucho tiempo, que ese lamento es propio de quienes no tienen nada que dar a cambio<sup>2</sup>.

Las naciones que no tenían yacimientos de oro o plata siempre podían procurarse la moneda que necesitaran para su circulación, esforzándose y vendiendo en el mercado más de lo que compraban<sup>3</sup>. Es más, las naciones que poseyendo ricos yacimientos de oro o de plata, decidieron destinarlos a sus particulares aventuras políticas y no se ocuparon de ayudar a sus pueblos a desarrollar la destreza de industriales y comerciantes, acabaron siempre en la bancarrota<sup>4</sup>. Hoy, cuando basta un simple papel para producir más de ciento cincuenta monedas diferentes, puede ser que, en efecto, el economista que reflexiona sobre problemas monetarios y financieros corra el riesgo de verse trastornado<sup>5</sup>.

Pero esto, en buena medida, se debe al olvido en el que cayeron algunas verdades elementales del fundador de la Economía Política. Es más, Adam Smith, durante mucho tiempo, fue

---

2. Adam Smith *La Riqueza de las Naciones*, ed. española, Tecnos 2009 p. 510.

3. Adam Smith, ob. cit. p. 509.

4. Este fue el caso de España en sus años de esplendor del siglo XVI, cuando sus campañas militares distribuyeron el oro y la plata de América por Génova, Brujas, Amberes, Ámsterdam y Londres. Véase Charles P. Kindleberger, ob. cit. p. 5.

5. La anécdota que nos ha servido para abrir este ensayo la cuenta Paul Krugman y se refiere a Charles Kindleberger. Véase *Exchange-Rate Instability*, MIT Press 1993 p. 99.

considerado por muchos de sus seguidores un escritor monetario mediocre, de forma que un siglo después, Carl Menger se vio obligado a recordar a sus colegas el atraso en el que se encontraba la teoría del dinero respecto a las otras ramas del saber económico<sup>6</sup>. Si lo hubiéramos tenido en cuenta, nunca habríamos llegado a construir una teoría macroeconómica que está basada en el supuesto de que el dinero es una creación de la Ley. Muchos economistas modernos se escandalizan cuando, en nuestros días, los seguidores de Menger subrayan la idea de que el auténtico *dinero* es siempre un producto del intercambio en los mercados, de forma que a unos simples medios de pago que crea el Estado y cuya circulación se impone a los ciudadanos por la fuerza de la ley, es dudoso que un economista pueda darles el nombre de *dinero*. Desde luego ni Richard Cantillón, ni David Hume, ni Adam Smith, lo hubieran hecho.

No tiene nada de particular que, en estas condiciones, nos veamos asaltados por grandes crisis económicas que nadie acierta a explicar de manera concluyente y que cada vez revisten mayor gravedad, dejando sin trabajo a multitud de personas. Cuando el dinero que necesitábamos para que nuestros mercados funcionasen se obtenía en el intercambio de bienes, nadie podía llamarse a engaño, ese dinero solo acudía allí donde se daban las condiciones reales para el crecimiento económico. Cuando cada nación ha creado sus propios medios de pago, ya no es posible saber si se dan esas condiciones o todo es pura fantasía y es entonces cuando nos vemos encerrados en ese mundo

---

6. Carl Menger «Sobre el Origen del Dinero». Este ensayo puede encontrarse en lengua española dentro de la colección de trabajos preparada por Carlos Rodríguez Braun y Julio Segura *La Economía en sus Textos*, Taurus 1998 p. 199 y en la edición española del libro de George Selgin *La Libertad de Emisión del Dinero Bancario*, Aosta 2011, p. 365. Un análisis crítico excelente de la posición de Menger y de los que se oponen a su concepción del dinero, la encontrará el lector en el apéndice que dedica a este tema Juan Ramón Rallo en su libro *Contra la Modern Monetary Theory*, Unión Editorial, Madrid 2015, p. 139 y ss.

de los tipos de cambio fijos o flexibles, las monedas de reserva y los ajustes de la balanza de pagos entre las naciones, a los que Charles Kindelberger atribuía la esquizofrenia del sistema monetario internacional.

Todo empezó con la aparición del billete de banco convertible y a alguien se le ocurrió que la moneda ideal sería el billete que no retorna nunca al emisor para su reembolso en *dinero*<sup>7</sup>. Entonces la moneda se convirtió en un instrumento de crédito y esto fue lo que permitió a un economista sueco, a finales del siglo diecinueve, advertir del peligro que tiene una oferta de medios de pago que «en teoría es ilimitada y en la práctica se mantiene dentro de límites bastante elásticos»<sup>8</sup>. Knut Wicksell, que así se llamaba aquel economista, es considerado por este motivo el padre de la teoría monetaria moderna.

Él luchó durante toda su vida por dar una solución a este problema<sup>9</sup>. Él y otros muchos luego, creyeron haberla encontrado en el establecimiento de reglas monetarias que racionalizaran aquella enorme elasticidad de los nuevos medios de pago. Pero la experiencia del siglo veinte muestra que, en ocasiones, esa oferta lo mismo es excepcionalmente abundante que, de repente desaparece de la escena, como ha sucedido en la reciente Gran Recesión, desencadenada entre el año 2007 y el 2008 del nuevo siglo. No sucedió así cuando la libra esterlina actuó como moneda de reserva internacional y Gran Bretaña, con unas reservas exiguas de dinero metálico, supo mantener la convertibilidad.

---

7. Esta idea se debe al financiero escocés John Law que la propagó en sus escritos por toda Europa a comienzos del siglo dieciocho. Véase Charles Rist, *Historia de las Doctrinas relativas al Crédito y la Banca*, ed. española Bosch 1945, p. 61.

8. K. Wicksell, *La Teoría del Interés y el Nivel de los Precios*, ed. española Aosta 2000, p.13.

9. Véase en este volumen su artículo de 1907 en el *Economic Journal* que tituló «La influencia del tipo de interés en los precios» y que iba a ser lo único que pudieran leer los economistas británicos, en su propia lengua, de este desconocido economista hasta que sus obras principales se tradujeran al inglés en la década de 1930.

El dólar no pudo hacerlo y tras un periodo de unos treinta años, después de ensayar toda clase de expedientes para impedirlo, esa moneda se vio obligada a abandonarla.

Milton Friedman, que había sido el mayor crítico del sistema que su país había auspiciado al término de la Segunda Guerra Mundial, sostenía que si nos limitamos a regular la oferta nacional de medios de pago de manera que crezca a un ritmo constante y moderado, la economía no experimentará violentas fluctuaciones. Esto probablemente sea cierto, pero la experiencia demuestra que no hemos sido capaces de doblegar la enorme elasticidad que, en la práctica, ofrecen los nuevos medios de pago. Su enorme elasticidad los ha convertido en un instrumento de la política, olvidando que el dinero no nació para resolver problemas políticos y quienes en el pasado lo utilizaron con este fin, terminaron sumiendo en la decadencia la economía de sus naciones. Esta es la razón por la que considero desafortunadas las conclusiones a las que están llegando algunos economistas, tras el desconcierto que ha producido la convulsión financiera ocasionada por la masa de activos financieros tóxicos que fue capaz de incubar el «sistema bancario en la sombra».

Por ejemplo, en un trabajo reciente que ha alcanzado amplia difusión en los Estados Unidos y en Inglaterra, dos conocidos especialistas en estos temas, después de un recorrido de indudable mérito y extensión, a lo largo de la historia del sistema bancario moderno, llegan a la conclusión de que: «cualquier gobierno que se abstuviera de utilizar sus bancos para conseguir ventajas económicas y militares sería pronto sustituido por otro gobierno más fuerte que lo hiciera. Nos guste o no la política bancaria será siempre una poderosa herramienta del arte de gobernar. Concebir el Estado de una manera limitada, solo como una especie de institución encargada de hacer cumplir las leyes, es ignorar los fundamentos políticos de todas

las leyes y los económicos y militares de la rivalidad entre los regímenes políticos»<sup>10</sup>.

No voy a discutir la necesidad de disponer de una moneda sana y para hacerlo debemos preservarla de quienes aspiren a destruirla, pero el configurarla como un arma de la rivalidad política entre las naciones me parece algo bastante desafortunado. Los autores llegan a esta conclusión en una sección de su libro destinada a combatir lo que llaman la «utopía libertaria»<sup>11</sup>; es decir, la literatura moderna<sup>12</sup> que viene utilizando la experiencia escocesa o canadiense de banca descentralizada (bancos de crédito que compiten manteniendo su propia reserva metálica) con el objetivo de hacer frente a las consecuencias «no intencionadas» que ha tenido el llamado «prestamista de última instancia» de nuestros sistemas bancarios nacionales.

En el reino de los medios de pago bancarios que no retornan a su emisor para el reembolso en *dinero*, la experiencia de los últimos cien años nos está diciendo que aunque los pánicos bancarios característicos del siglo diecinueve son ya un «rara avis», los que ahora se producen son menos frecuentes, pero mucho más graves en términos de pérdida de puestos de trabajo. Cuando los británicos establecieron el monopolio de emisión

---

10. Véase Charles W. Calomiris y Stephen H. Haber *Fragile by Design*, Princeton University Press 2014, p. 492.

11. En los Estados Unidos el término «libertario» es equivalente al término «liberal», utilizado en Europa y que allí se usa para designar a lo que nosotros llamaríamos «socialdemócrata».

12. Esta literatura arranca del trabajo de L. H. White sobre la experiencia escocesa de 1984 que G. Selgin completó en 1988. Recientemente estos autores junto a D. Lastrapes han llevado a cabo una revisión crítica de la experiencia de los últimos cien años de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Véase «Has the FED been failures?» *Journal of Macroeconomics* 2012 que cuestiona abiertamente esta clase de instituciones por mucho que en el siglo pasado se considerasen intocables. Véase el trabajo que publiqué en 1993 resumiendo el contenido de esta literatura en la edición española del ignorado libro de Vera C. Smith *Los Fundamentos de la Banca Central y de la Libertad Bancaria*, Unión Editorial.

de billetes de banco convertibles en oro (1844), todo apunta a que con ello no trataban de hacerse con un arma para combatir los regímenes políticos rivales, lo hacían porque estaban seriamente preocupados por la enorme elasticidad que, a pesar de la convertibilidad, mostraban los nuevos medios de pago bancarios. Su problema fue que no pudieron calcular entonces, las consecuencias que tendría la doctrina del prestamista de última instancia, tal y como la hemos practicado a lo largo del siglo veinte y que, en la actualidad, nos ha conducido a situar en cero el tipo nominal de interés de las reservas bancarias, multiplicando el balance de los bancos centrales en una cantidad que nadie hubiera podido imaginar hace solo unos años.

Carl Menger ha sido probablemente el único economista que ha subrayado la necesidad que tenemos, quienes nos dedicamos a esta profesión, de poner especial cuidado en tratar de discernir las consecuencias «no intencionadas» que se puedan derivar de las decisiones de política económica. En el caso de la moderna doctrina del banco central, prestamista de última instancia, no digo que hubiera sido fácil anticipar hace cien años lo que sucedería después pero, ya a finales de la década de los años treinta del siglo pasado, Friedrich Hayek había advertido el peligro<sup>13</sup>. Entiendo pues que vale la pena desgranar la forma en que esa doctrina acabó por desorientarnos, aunque esto pueda suponer el recurrir a autores que reposan en las historias del pensamiento económico y que son pocos los que disfrutan leyéndolos.

## II

Su inspirador se ha dicho que fue Henry Thornton, banquero, diputado y filántropo británico que vivió entre 1760 y 1815 y

---

13. Véase F. A. Hayek *El Nacionalismo Monetario y la Estabilidad Internacional*. Aosta 1996, p. 91 y ss.

que, en 1802, escribió un libro muy encomiado<sup>14</sup> donde muestra que conocía bien lo que sus contemporáneos estaban incubando en materia de crédito y banca. Por contra, Thornton tenía una fe inquebrantable en la capacidad y la experiencia de los directores del Banco de Inglaterra, ignorando lo que otro célebre banquero, Richard Cantillón, había escrito muchos años antes sobre las prácticas de ese banco y lo que Adam Smith escribió acerca del mismo<sup>15</sup>.

Con todo, Henry Thornton fue el primero en darse cuenta de que cuando los comerciantes de Londres se precipitaban sobre las ventanillas de sus bancos para pedir el reembolso en oro de los billetes que circulaban, *no lo hacían con la intención de volver a utilizar en sus intercambios las viejas e incómodas monedas metálicas*, les bastaba con que el Banco de Inglaterra anunciara su firme voluntad de descontar las letras de cambio que se le presentaran. La aguda observación de Thornton obró el milagro, los comerciantes de Londres en cuanto conocían esa firme voluntad para descontar sus instrumentos de crédito, detenían el pánico. No obstante, los billetes de banco británicos continuaron siendo convertibles, si bien aquellas experiencias acabarían permitiendo prescindir de ello a nivel interno o nacional, con consecuencias que nadie supo anticipar entonces.

Si la presión sobre el sistema procedía de los comerciantes extranjeros, las cosas presentaban aspectos muy diferentes. En realidad, no nos engañemos, los billetes del Banco de Inglaterra

---

14. H. Thornton *Crédito Papel*, ed. española Pirámide 2000. En mi libro sobre el poder de emitir dinero, al que aludiré más adelante, atribuía a Henry Thornton el cargo de Gobernador del Banco de Inglaterra que había desempeñado, en realidad, su hermano Samuel entre 1799 y 1801. Debo el haber advertido este error al profesor Fernando Méndez Ibisate que escribió el excelente prólogo a la edición española del *Credit Paper*.

15. Véase R. Cantillón *Ensayo sobre la Naturaleza del Comercio en General*. FCE México capítulo VIII. p. 198 y ss. y A. Smith *La Riqueza de las Naciones* ob. cit. p. 403.



no eran *dinero* como todos los escritores del siglo dieciocho, con Adam Smith a la cabeza, habían sostenido. El billete de banco convertible no podía considerarse «dinero» porque fuera del círculo de la clientela del banco que lo emitía pocos lo aceptarían. En la medida que aquellos banqueros constituyeron Cámaras de Compensación para agilizar la circulación de sus billetes, los nuevos medios de pago pudieron llegar a circular como sustitutos del *dinero*, pero en cuanto salíamos del espacio geográfico que aquellas primitivas cámaras pudieran abarcar, la realidad volvía a demostrar que el *dinero* es otra cosa.

En los años en los que escribía Thornton, los billetes de banco convertibles en oro o en billetes del Banco de Inglaterra constituían, junto a las letras de cambio, los principales instrumentos de crédito, pero aquel banquero británico sostenía que cuando se detectaba un exceso de billetes no era el Banco de Inglaterra, sino los bancos provinciales los que inundaban la circulación monetaria de su país<sup>16</sup>. En efecto, según Thornton: «los directores [Banco de Inglaterra] saben de la importancia de restringir los billetes de banco dentro de los límites habituales e indudablemente debe darse por sentado que dan prioridad a su crédito y al papel del crédito de la nación»; es decir, nunca se excederían en la emisión de billetes<sup>17</sup>. En su opinión, no actuaban de esa forma los directores de los bancos constituidos en otros países europeos a imitación del banco inglés porque, nos decía, todos ellos son «bancos del Estado en el sentido más directo y estricto»<sup>18</sup>. No deja de sorprender esto porque no fueron los

---

16. El problema de los bancos provinciales ingleses fue su debilidad, alimentada por unas leyes que siempre trataron de favorecer al banco privilegiado establecido en Londres.

17. H. Thornton: *Crédito Papel*, ob. cit. pp.105-106. El corchete es mío.

18. H. Thornton: *Crédito Papel* ob. cit. p. 103. Thornton parece que ignoraba la acerada crítica que había hecho de esta institución el economista y banquero Richard Cantillón, a la que ya hemos hecho referencia.

bancos provinciales los que inundaron el mercado con sus billetes sino el Banco de Inglaterra, como había escrito Adam Smith al que Thornton no tenía en mucha estima.

No hay duda de que para Thornton ese *dar prioridad al papel del crédito de la nación* implicaba mantener la paridad metálica de la libra esterlina. Pues bien, la pirámide de crédito erigida sobre la base de una reserva de *dinero metálico*, se fue haciendo cada vez mayor. Mientras Gran Bretaña fue el primer país del mundo industrializado, su excepcional posición en el comercio internacional permitía a la City de Londres difundir por todo el mundo el elevado superávit del comercio exterior británico que luego retornaba, en forma de depósitos en libras esterlinas, a su sistema bancario de reserva fraccional. De este modo, aquel sistema pudo funcionar sin demasiadas tensiones.

Cuando otros países se industrializaron las cosas fueron distintas pero entonces, con el hábil manejo del tipo de interés bancario, la reputación que había ido adquiriendo la libra esterlina y la colaboración, no lo olvidemos, del resto de los bancos centrales, manteniendo sus reservas en libras, aquel retorno continuó siendo posible. Hoy día las cosas son diferentes, el excedente comercial chino y el de otras economías no retorna a sus países de origen en forma de depósitos en sus monedas nacionales, sino que suele alimentar el mercado al por mayor de dólares en Nueva York que, en buena medida, ha podido servir para alimentar el llamado sistema bancario en la sombra hasta su colapso.

Habían pasado setenta años cuando hizo aparición Walter Bagehot que también escribió un libro memorable. *Lombard Street* (1873) era una descripción precisa del funcionamiento del sistema bancario británico de su tiempo, cuyo medio de pago principal era ahora el cheque bancario. Pero Walter Bagehot se mostraba menos confiado en los directores del Banco de Inglaterra o si se quiere, les pedía algo más. En síntesis, quería

de ellos un reconocimiento formal de la obligación que tenían, si algún banco amenazaba la estabilidad del sistema, de prestar sin límites, siempre que ofrecieran garantías suficientes y a tipos de interés en aumento. En cualquier caso, todo esto resultaba demasiado sutil y vago, porque se basaba en la necesidad de precisar si estábamos ante una crisis de liquidez o de solvencia y esto no resulta sencillo.

En 1890 se presentó la ocasión, el banco de inversión británico Baring Brothers & Co. Limited, entró en dificultades y los directores del Banco de Inglaterra, percibiendo el peligro que suponía el haber dejado quebrar aquel banco hicieron lo más razonable, convocaron a la comunidad bancaria y la persuadieron para suscribir un crédito que permitiera ir liquidando ordenadamente la cartera de valores de aquella institución<sup>19</sup>. Más de cien bancos colaboraron en ello y en un periodo de ocho años el problema quedó solventado, sin apenas daño para el contribuyente británico.

Pues bien, lo que nos corresponde ahora es indagar cuáles son las razones por las que unos años después, en los treinta del siglo pasado y a comienzos del nuevo siglo no fue posible aplicar una solución como esta. De otra forma, cómo hemos podido pasar de descontar letras de cambio a producir la masa de activos financieros tóxicos que hoy reposan en los balances de nuestros bancos centrales, de manera que son los contribuyentes y los parados los que soportan la carga de un papel-moneda inconvertible.

---

19. Algunos economistas han sostenido que muchos bancos se precipitaron a la hora de vender los títulos que había generado el sistema bancario en la sombra, pero considero improbable que dada la naturaleza de esos títulos pudiéramos haber esperado otra cosa. Véase A. Shleifer y R. Vishly, «Fires Sales in Finance and Macroeconomics» *Journal of Economic Perspectives* 2011.

## III

Hay un hecho que conviene destacar, en el siglo dieciocho, cuando escribieron Richard Cantillón, David Hume y Adam Smith, el experimento del papel-moneda del escocés John Law había ya fracasado estrepitosamente. No era necesario que tuvieran que pasar dos siglos para que Irving Fisher nos tuviera que recordar que el papel-moneda inconvertible y de circulación forzosa es una maldición para todos los países que lo han utilizado<sup>20</sup>. Para Richard Cantillón, un banquero que sabía bien de lo que hablaba, la emisión de billetes de banco convertibles en el único dinero de aceptación universal que había seleccionado el propio mercado, era una innovación de gran calado. Si acaso, en los bancos ligados a los poderes públicos, la complicidad entre ambos ya había comenzado a dar sus frutos y teníamos que estar en guardia<sup>21</sup>, pero no lo hicimos. Adam Smith, cuando escribió su obra magna, contaba ya con la experiencia de la banca escocesa y la del Banco de Inglaterra y por ello pudo ser algo más explícito, pero es verdad que pocos volvieron a leer lo que este economista había escrito sobre la moneda o si lo hicieron, consideraron que sus serias advertencias estaban superadas, lo que no deja de ser sorprendente.

En síntesis, Smith llegaba a la conclusión de que si, por ejemplo, la circulación monetaria en Escocia estaba bien atendida con un millón de libras esterlinas en metálico, no resultaba difícil, sin poner en peligro el equilibrio monetario, sustituir aquel tipo de circulación por otro en el que circularan las mismas libras esterlinas, en forma de billetes de banco convertibles en oro y sin necesidad de conservar otro tanto dentro de las cajas

---

20. I. Fisher *The Purchasing Power of Money*, 1911, ed. A. Kelley, N. York 1985, p. 131.

21. R. Cantillón, ob. cit. pp. 198-200.

del banco. Esta era la gran innovación financiera que permitía disponer de un excedente de dinero metálico, por ejemplo, de ochocientas mil libras. Esta suma, empleada en adquirir bienes, invertirlos productivamente y no dilapidarlos como hicieron otros, sería un formidable estímulo para el crecimiento económico de Escocia<sup>22</sup>, como así sucedió. Su comercio desde los inicios de aquel siglo se había cuadruplicado<sup>23</sup>.

Las claves del éxito eran la libertad de emisión y la convertibilidad, pero esto se olvidó pronto. Como explica Smith esa convertibilidad se veía amenazada, en ocasiones, por ese clamor de todos los tiempos y pueblos acerca de la escasez de dinero y por ello algunos bancos se excedieron en la emisión de billetes y tuvieron que obtener el dinero metálico necesario a un coste elevado que él calculaba rondaría el cinco por ciento, incluido el coste de transportarlo en carretas hasta Escocia. Cuando ni de esta forma conseguían impedir el vaciado de sus cajas, se veían obligados a librar letras de cambio sobre sus corresponsales en Londres a costes crecientes, de manera que: «incluso los bancos escoceses que jamás se distinguieron por su extrema imprudencia eran forzados, en ocasiones, a echar mano de este ruinoso recurso»<sup>24</sup>.

Excederse en la concesión de crédito, en aquellos primeros días de la banca moderna era ruinoso y aun así se producían excesos, por lo que vale la pena no olvidarlo y ser conscientes de lo que nos estaba esperando. La emisión de billetes de banco se hacía descontando letras de cambio y algunos pensaron que una letra de cambio girada por un acreedor auténtico contra un deudor también auténtico y pagada a su vencimiento, no

---

22. A. Smith, ob. cit. pp. 374-5. El dinero metálico sobrante iría a parar a territorios que estuvieran menos desarrollados financieramente y que siguieran empleando los metales en su circulación.

23. Ibid 378.

24. Ibid 384-5.

entrañaría riesgo alguno para el equilibrio monetario, al fin y al cabo la banca se limitaba a adelantar un dinero que, de otra forma, habría permanecido inactivo y el banco se embolsaba un interés.<sup>25</sup> Pero el ansia de dinero está siempre presente y muy pronto hizo aparición una práctica bien conocida, el llamado «peloteo de letras» donde ni acreedor ni deudor eran auténticos, de forma que como señalaba Smith: «es prácticamente imposible distinguir una letra real y una ficticia»<sup>26</sup>.

No obstante, los bancos escoceses no hubieran podido vivir exclusivamente del descuento de letras de cambio e inventaron las llamadas «cuentas de efectivo» que les permitían conceder créditos con el aval de dos personas de indudable solvencia y que poseyeran buenas propiedades rústicas<sup>27</sup>. El diseño de estas cuentas estaba pensado para permitir al banco ejercer una vigilancia continua sobre la calidad del riesgo asumido, sirviéndose de unas amortizaciones sucesivas en plazos cortos y frecuentes que hacían posible al banco reaccionar a tiempo, no como en el caso de las «letras de cambio de peloteo» que cuando el engaño se descubría, ya no había forma de reaccionar. Pero todas estas precauciones se tomaban en aras del mantenimiento de la *convertibilidad* que era el freno al exceso de emisiones, desaparecida esta las cosas tenían forzosamente que complicarse. Si los nuevos medios de pago no retornaban a su emisor para su conversión en *dinero* estábamos abriendo la puerta a toda clase de desmanes.

Por eso y para que el control del riesgo fuera completo, Smith advertía que el banco no debía nunca adelantar dinero a largo plazo, estas operaciones eran las propias del mercado

---

25. Ibid 386, esta es la famosa «real bills doctrine» que algunos atribuyeron a Adam Smith y que se debe, en realidad, a John Law. Véase Thomas M. Humphrey, *Money, Banking and Inflation*. Edward Elgar 1993, p. 21 y ss.

26. Ibid 395.

27. Ibid 380.

hipotecario o de capitales donde acuden: «aquellas personas que se proponen vivir del interés de su dinero, sin tomarse la molestia de invertir su capital ellos mismos»<sup>28</sup>. De hecho, mientras el negocio hipotecario estuvo confiado a entidades que se financiaban apropiadamente en el mercado de capitales, nunca puso en peligro la estabilidad del sistema financiero. En suma, la *convertibilidad* era necesario cuidarla y para ello tenía que ser ruinoso amenazarla descuidando el riesgo. Todos los bancos sin excepción deberían hacerlo de esta forma incluido, aseguraba Smith, el Banco de Inglaterra.

En efecto, el Banco de Inglaterra, nos decía, no es un banco como los demás, es una gran maquinaria al servicio del Estado y como resultado, en ocasiones se ha visto en la necesidad de abarrotar de billetes la circulación<sup>29</sup>, amenazando el *equilibrio monetario*. Es preciso entender que el equilibrio monetario, desde la óptica de la sustitución fiduciaria que es lo que ahora me importa subrayar, aspiraba a que si los escoceses habían decidido demandar para su circulación un millón de libras en metálico, siguieran demandando, «ceteris paribus», otro tanto en papel. Pero si los bancos llegaban a ofrecer el doble, el equilibrio se rompería y la paridad metálica de la libra se vería alterada.

No se trata de mantener un precio fijo del oro, como algunos sostuvieron después, sino de estimular la conversión de sus sustitutos<sup>30</sup>. Adam Smith pensaba que si se producía un exceso de papel-moneda, la alteración de la paridad estimularía los reembolsos. Si se producía un sobrante de papel, nos decía, «no podría ser remitido al extranjero ni utilizado en la circulación

---

28. Ibid 390.

29. Adam Smith, ob. cit. p. 403

30. En alguna medida Milton Friedman, en su célebre intervención ante la Mont Pellerin Society de 1961, creo que no tuvo esto en cuenta. Véase la edición española de este ensayo «Patrón-oro auténtico y seudopatrón-oro» en *Ensayos de Política Monetaria*, Ed. Síntesis, Madrid 2012, p. 397 y ss.

del país, se produciría un inmediato reflujo de dicho sobrante a los bancos, para ser intercambiado por oro o por plata<sup>31</sup>. Pero los que acabaron imponiendo el curso forzoso de aquellos sustitutos, el Estado y el banco central, rompieron este mecanismo y nos instalaron en una clase de desequilibrio que ha demostrado ser bastante difícil de atajar.

La convertibilidad tenía también que servir de freno a aquel banco ligado al gobierno y lo había hecho, escribía Smith, porque durante años el Banco de Inglaterra se vio obligado a acuñar entre ochocientas mil y un millón de libras esterlinas anuales, comprando lingotes de oro a un precio superior al de la paridad de aquella moneda e incurriendo en enormes pérdidas<sup>32</sup>. Es decir, la sustitución fiduciaria si quería mantener el equilibrio monetario nunca debería haber quebrantado ni la libertad de emisión ni la convertibilidad metálica o algo que sirviera de freno efectivo a ese eterno clamor por la escasez de dinero y que, como no se cansaba de repetir Adam Smith, suele ser la prueba de que no existe nada que dar a cambio para conseguirlo.

A finales del siglo dieciocho (Adam Smith murió en 1790) se puede decir que Escocia había culminado con éxito la sustitución fiduciaria, las monedas de oro y plata habían dejado de circular y todas las transacciones de importancia se liquidaban en billetes de banco que emitían entidades privadas. La única moneda que circulaba, para el menudeo, era la de cobre. Es más, el hecho de que los billetes del Banco de Inglaterra no circularan en Escocia y sí lo hicieran los emitidos por los bancos escoceses en el norte de Inglaterra, es un dato muy a tener en cuenta y que, por lo regular, se ha ignorado.

---

31. Ibid 382, esto no funcionó como él pensaba porque la convertibilidad no solo no se estimuló, sino que se hizo todo lo posible para eludirla.

32. Ibid 384.



No voy ahora a repetir aquí la historia de la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina en 1797<sup>33</sup>, las controversias sobre el precio del lingote de oro que Ricardo y Thornton resolvieron bien, solo haré hincapié en que las tesis monetaristas que ambos defendieron entonces y que condujeron a la monopolización de la emisión de billetes de banco por una entidad vinculada al gobierno, en 1844, probaron cumplidamente su ineficacia. En efecto, aquella norma que obligaba a cubrir las nuevas emisiones de billetes de banco al cien por cien en oro, tuvo que ser suspendida en todas las crisis financieras que se sucedieron, de manera que bien puede decirse que las cosas discurrieron como si aquella norma nunca se hubiera establecido. Esto nos estaba diciendo ya que el monopolio y la centralización de la reserva bancaria eran una falsa solución o mejor dicho, iba a tener unas consecuencias que pocos imaginaron y que, en mi opinión, ha puesto de manifiesto la crisis de los activos financieros tóxicos como ninguna otra.

El objetivo de la política monetaria antes de esta crisis era una inflación de precios estable y el instrumento, el tipo de interés a corto plazo de las reservas bancarias. El supuesto implícito de esta clase de política, una especie de compromiso entre «monetaristas» y «keynesianos», era que una inflación estable proporcionaría una «brecha de producción» reducida y estable; es decir, un elevado nivel de empleo. A nadie se le ocurrió que, en estas condiciones, una moneda inconvertible fuera capaz de engendrar un «sistema bancario en la sombra» que obligó al banco central de los Estados Unidos a solicitar apresuradamente autorización del Congreso para saltarse todas las normas establecidas para los rescates bancarios. No nos engañemos, no estaba previsto que la Reserva Federal acudiera al rescate de los

---

33. Sobre este tema, recomiendo la lectura de lo que escribió Hayek al respecto. Véase *Obras Completas*, vol. III, p. 125 y ss., Unión Editorial, Madrid 1991.

bancos de inversión. Pero cuando un banco central genera en el resto del sistema la *expectativa* de que suministrará el «dinero» de máxima liquidez que sea necesario, se están sentando las bases para la aparición de esta clase de fenómenos, porque el *dinero* no es una creación de la Ley y el olvidarlo tiene estas desagradables consecuencias

Nos hemos pasado todo un siglo debatiendo entre unos y otros y al final habíamos alcanzado un cierto consenso. Pero resulta que a ningún economista se le había ocurrido investigar cuáles son los costes de una moneda inconvertible, porque algo debían ver en ella Carl Menger en 1892 e Irving Fisher en 1911, para que el primero aconsejara revisar los fundamentos de la teoría monetaria que se estaba construyendo en Cambridge y el segundo calificara a la moneda inconvertible, como una auténtica maldición para los países que la han empleado.

CUADRO I  
LA EXPROPIACIÓN MONETARIA (En porcentaje)

	Moneda-Mercancía	Papel-Moneda
	1500-1799	1950-1975
Francia	78,4	75
España	62,5	82
Reino Unido	35,5	78
Alemania	70,90	53
Italia	35,6	72
Holanda	46,9	78

*Fuente:* Los datos correspondientes al largo periodo de 1500 a 1799 se refieren al envejecimiento acumulativo del contenido en plata de las distintas monedas de amplia circulación en cada uno de los países, la libra tornesa, el maravedí castellano, el penique inglés, el pfennig de Baviera, la lira florentina y el guilder. Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2009 p. 176) y Hayek (1978 pp. 132-133) para el papel-moneda.

Del cuadro que hemos elaborado resulta claro que el poder de emitir papel-moneda que el Estado ha asumido en nuestros días, pone en sus manos un instrumento que no tuvo en ningún otro momento de la historia<sup>34</sup> y tengo la sospecha de que las enormes masas de parados que, de cuando en cuando, coinciden con las crisis financieras se explican por estas mucho mejor de lo que supuso el siglo anterior con su doctrina de la *insuficiencia de la demanda* y no porque la situación de esta me parezca irrelevante, sino porque lo fueron los argumentos que se adujeron entonces acerca de la conducta del empresariado que siempre estuvo mal integrada en las formulaciones de la teoría económica<sup>35</sup>.

---

34. Los economistas, en general, no se han ocupado de analizar las consecuencias que tiene la asunción por el Estado del poder de emitir medios fiduciarios de pago. Se puede decir que, salvo en el caso de Mises y hasta los trabajos de James Buchanan y Geoffrey Brennan (1980, 1982) nadie se ocupó de este tema. Estos últimos autores utilizaron para llamar nuestra atención sobre la naturaleza del problema, la fábula del alquimista medieval que un día descubre la fórmula de convertir la arena en oro. Esto me sirvió de inspiración para escribir mi libro *El Poder de Emitir Dinero: De John Law a J. M. Keynes* (Unión Editorial, 1985). Si volviera a escribirlo hoy, tendría que ocuparme de la olvidada aportación de Carl Menger y valoraría la de Adam Smith, más en consonancia con lo que he hecho en líneas anteriores.

35. El empresario que «ne font ni benefice ni perte» de Walras es una pobre aportación y lo mismo cabría decir del empresario maximizador de beneficios de tantas modelizaciones que pretenden poder aplicar el cálculo diferencial, en la creencia de que con ello se aumenta el rigor de nuestra disciplina. Lo mismo cabe decir del empresario de Keynes, perdido ante la radical incertidumbre del futuro. Si el empresario está perdido no sé cómo pudo llegar a la conclusión de que las instituciones públicas podían sustituirlo.