

PRESENTACIÓN

Leonidas Zelmanovitz ha sido uno de los discípulos más aventajados que he tenido, primero en el Máster en Economía de la Escuela Austriaca que dirijo en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid; y después en el programa de doctorado de esa misma Universidad, que Leónidas logró terminar con la máxima calificación cuando leyó y presentó la tesis doctoral que el lector tiene entre sus manos, publicada ahora en forma de libro en la colección de la Nueva Biblioteca de la Libertad, que dirijo para Unión Editorial. El lector sabrá enseguida apreciar el gran esfuerzo teórico y práctico que Leonidas ha vertido en su trabajo de investigación, junto con su claridad expositiva y sensatez analítica (rayana incluso en ocasiones en un cierto eclecticismo), que hacen de este libro una obra notabilísima e incluso imprescindible para todo aquel que desee adentrarse en el mundo de la teoría monetaria y de sus importantes e ineludibles implicaciones prácticas. Por todo ello, debemos estar especialmente agradecidos a Leonidas Zelmanovitz, a la vez que lo felicitamos por haber culminado un trabajo de tanta calidad académica e intelectual.

Formentera, 4 de septiembre de 2018.

JESÚS HUERTA DE SOTO
Catedrático de Economía Política
Universidad Rey Juan Carlos (Madrid)

PRÓLOGO A LA EDICIÓN ESPAÑOLA

por Adrián O. Ravier¹

Es un enorme placer prologar este libro del Dr. Leonidas Zelmanovitz, con quien comparto un recorrido académico similar: sufrimos desde jóvenes los problemas de residir en economías con instituciones monetarias débiles (Brasil y Argentina); estudiamos desde hace muchos años la naturaleza de los procesos inflacionarios y los ciclos económicos, a los que vinculamos con la intromisión del Estado en la economía; recibimos lecciones y clases de los mismos docentes a quienes admiramos, y que nos permitieron doctorarnos en la misma universidad española; y compartimos una línea de estudio y una misma tradición de pensamiento que seguramente seguiremos trabajando también en las próximas décadas.

El libro que el lector tiene en sus manos es un trabajo ambicioso que bien podría calificarse como un tratado moderno sobre instituciones monetarias y política monetaria. Si bien es un libro que trabaja sobre el campo de la *economía monetaria*, su enfoque desborda esta disciplina para incorporar un estudio multidisciplinar que analiza *la metafísica* (Parte I), *la epistemología* (Parte II), *la ética* (Parte III) y *la política* (Parte IV) del dinero.

Es un trabajo profundo que posee un rigor académico digno de una tesis doctoral, que precisamente defendida por el autor en su programa de doctorado de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, con el Dr. Gabriel Calzada como tutor.

Su objetivo puede decirse que está descrito en el subtítulo del libro, en indagar acerca de los *fundamentos filosóficos de las instituciones monetarias*, pero va más lejos, en el sentido de tratar numerosos debates modernos de política monetaria. Queda clara la necesidad del autor de estudiar estos fundamentos con carácter previo a pronunciarse sobre cuestiones modernas de política económica.

¹ Doctor en Economía Aplicada por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid y profesor de Economía y Teoría Monetaria en la Escuela de Negocios de la UFM, ESEADE y UNLPam. Contacto: aravier@ufm.edu.

Ya en el Prefacio, el autor declara sus influencias, destacándose S. Herbert Frankel y Nicolás Oresme, por un lado, y Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Vera Smith y Leland Yeager, por el otro, aunque la lectura del libro deja clara una influencia mayor del catedrático español Jesús Huerta de Soto. Si el lector es ajeno a estos autores, el libro bien puede provocar un impacto revolucionario, una puerta de entrada a una amplia bibliografía heterodoxa sobre el tópico monetario; si el lector conoce esta literatura, el libro se presentará más bien como un manual o tratado sistemático, bien desarrollado, ordenado, donde además se analizan debates modernos sobre los cuales el autor se pronuncia.

PARTE I: LA METAFÍSICA DEL DINERO

Situando la atención sobre los mencionados fundamentos de las instituciones monetarias, el autor comienza la Parte I con un análisis sobre *el origen y la esencia del dinero*. Allí abre el interrogante acerca del origen del dinero como una «institución que evolucionó naturalmente en la sociedad», o más bien, como una institución que fue «creada por el Estado». A los primeros, entre quienes podemos encontrar a Carl Menger, Georg Simmel, Ludwig von Mises y Friedrich Hayek, los llamará *catalácticos*. A los segundos, entre quienes se encuentra Georg Knapp, A. Mitchell Innes, John Maynard Keynes y F.A. Mann, los calificará de *acatalácticos* o *chartistas* (p. 9).

En todo el capítulo presenta en forma sintética los argumentos expuestos de un lado y del otro del debate, inclinándose claramente el autor hacia la Escuela de los catalácticos sobre la base de los argumentos de Menger, pero también referenciando a los mencionados autores y a otros adicionales como Adam Smith o Mark Peacock. Una mención especial reviste el aporte de Hayek con la distinción entre *kosmos* y *taxis*, donde el primero sería un *orden creado* y el segundo un *orden espontáneo* (p. 16). No solo el dinero sería un *taxis*, sino también otras instituciones fundamentales que hoy nos acompañan como el lenguaje, el derecho —entendido como *common law*—, el comercio y hasta el sistema de precios. En tiempos modernos, incluso Douglass North —fundador de la *nueva economía institucional*— ha señalado como origen de las instituciones al orden espontáneo (p. 18).

Para mostrar la importancia de este debate sobre la esencia del dinero, el autor señala que pensarlo como una *creación del estado* ha conducido a numerosos autores a la creencia de que el estado puede crear riqueza, lo

que a su turno ha conducido a una polémica política monetaria y fiscal anticíclica (p. 29).

En este primer capítulo el autor también analiza las funciones del dinero, y citando a Benjamin Anderson (1917, p. 374) nos ofrece una descripción bastante completa: 1. Unidad de cuenta; 2. Medio de cambio; 3. Curso legal para las deudas; 4. Patrón para pagos diferidos; 5. Reserva para instrumentos crediticios, incluyendo el dinero fiat que imprime hoy el gobierno; 6. Reserva de valor; 7. Portador de opciones. (p. 20)

Para definir qué es dinero, el autor cita el modelo GAMOE elaborado por Carl Menger, es decir, *Generally Accepted Medium of Exchange*. Será dinero todo aquello que sea generalmente aceptado por los agentes económicos como un instrumento en sus cambios indirectos, lo que comprende desde una *mercancía* hasta el *crédito* y el *dinero fiat*. Otra discusión sería analizar cuáles instrumentos pueden cumplir mejor las funciones del dinero, para lo cual nos recuerda el concepto utilizado por Menger de *marketability*, que podemos relacionar con *liquidez*. Cuánto más fácil y rápido podamos encontrar agentes que acepten el dinero en los intercambios, mejor estará este cumpliendo sus funciones (p. 24).

El capítulo 2 ofrece un análisis académico o intelectual *histórico* sobre el dinero. Inicia el recorrido con Aristóteles, a quien el autor sugiere considerar como catalítico apoyándose en su idea sobre el dinero mercancía, esto es, que el dinero debe tener valor independientemente de su uso monetario (pp. 55 y ss.). Luego pasa a considerar la escolástica, donde se destaca la Escuela de Salamanca, a la que considera —siguiendo a Grice-Hutchinson (2009, p. 47)— «un link en la larga cadena de escritores a través de los cuales se pasaron las ideas» (p. 67). Cuestiona, siguiendo a Gabriel Calzada (2006), que las raíces del pensamiento económico moderno se encuentren en Gran Bretaña y el mundo anglosajón, y sostiene que los autores de Salamanca jugaron un rol bastante más significativo que el que la historia del pensamiento económico hoy reconoce. El resto del capítulo presenta, en forma evolutiva y comparada, la *teoría estatista del dinero*, focalizando los aportes de Hyman Minsky (p. 71); una *teoría sociológica del dinero* con foco en las contribuciones de Geoffrey Ingham (p. 72); una interesante *teoría de la propiedad sobre el interés y el dinero* propuesta por Gunnar Heinsohn y Otto Steiger (p. 76); una *teoría crediticia del dinero* basada en el circuito monetario y compatible quizás con la Doctrina de las letras reales (*Real Bills Doctrine*) (p. 79); una *teoría monetaria keynesiana y poskeynesiana* donde se rechaza la noción clásica de tendencia al equilibrio y al pleno empleo, y se confía más bien en el rol activo y estabilizador de la política pública para garantizar estos objetivos (p. 82); una *teoría*

monetarista del dinero y su síntesis neoclásica (p. 87); y una *teoría marxista del dinero mercancía* (p. 90). Desde luego, un análisis de todas estas teorías está fuera del alcance de este breve prólogo, pero el lector puede notar con estas referencias el carácter ambicioso del libro.

Volviendo sobre los autores catalácticos, Zelmanovitz parece retomar en el capítulo 3 su propia línea de pensamiento y retrata el valor del dinero en tres autores fundamentales como Menger, Simmel y Mises. Partiendo de Menger, el autor hace referencia al concepto de *utilidad marginal* y su aplicación a las instituciones monetarias. Para que un bien —o incluso el dinero— tengan *valor económico*, se requieren dos propiedades: *escasez y utilidad*. Esto ofrece un carácter subjetivo en relación al dinero, que será tomado más tarde por todos los autores catalácticos, incluido Mises (pp. 99-100). Simmel, por su parte, es un autor que se presenta como un puente entre Menger y Mises, pero además ofrece una teoría *intersubjetiva* sobre las instituciones monetarias. Se debate el autor si Simmel pudo retratar su análisis sobre el dinero fiat, pero concluye que no, que su estudio se circunscribió al patrón oro con el que convivió en su contexto histórico, aunque no necesariamente el sistema ortodoxo (pp. 105 y ss.).

PARTE II: LA EPISTEMOLOGÍA DEL DINERO

El capítulo 4 está incorporado en la Parte II del libro, y trata sobre *epistemología*. Este capítulo en particular se propone distinguir y comparar la *epistemología positiva* de Comte —que hereda de Henri de Saint-Simon— con el análisis de la Escuela Austriaca de Economía. Recordemos que en el positivismo, el conocimiento «auténtico» es el que se genera a través del planteo de hipótesis y su contrastación con el *método científico*. En la Escuela Austriaca, por el contrario, «se sostiene que estos métodos bien pueden ser útiles para las ciencias naturales, pero no para las ciencias sociales» (p. 134). En otros términos, cuando tratamos con seres humanos no podemos hacer experimentos de laboratorio para probar nuestras hipótesis. Tampoco podemos predecir el comportamiento de los agentes, pues estos *actúan*, no reaccionan. Zelmanovitz no puede aquí dejar de referenciar el artículo clásico de Hayek de 1945, «el uso del conocimiento en la sociedad», donde define adecuadamente el problema económico. Siguiendo a Robbins, la profesión aun hoy entiende que el *problema económico* es de optimización, dados los escasos recursos y las ilimitadas necesidades. Pero Hayek agrega que el problema tiene una naturaleza diferente. *No sabemos* cuáles son los *finés* que hay que satisfacer, pues el

conocimiento está *disperso* en la sociedad; y tampoco sabemos cuáles son los *medios* con los que contamos pues estos deben ser *descubiertos* por medio de la *función empresarial*. Sin mercado, los agentes no pueden revelar sus preferencias, lo cual hace que los planificadores asignen recursos en función de sus propias preferencias arbitrarias, y no las que desean los consumidores.

Es el dinero, entonces —junto a la propiedad privada—, el que permite que existan *precios monetarios*, y solo mediante ellos es posible hacer un *cálculo económico racional* que permita una *asignación relativamente eficiente* de los recursos para resolver adecuadamente el problema económico. En la medida que carecemos de buen dinero (*sound money*), estos precios monetarios no transmitirán adecuada información, se distorsionarán las decisiones del mercado y se multiplicarán los *errores de inversión*. Zelmanovitz señala que en un mundo de competencia de monedas y bancaria, el buen dinero está garantizado. En el mundo moderno, con el dinero administrado políticamente, la coordinación espontánea no es todo lo eficiente que podría ser.

En el capítulo 5, el autor se pregunta «qué podemos saber sobre el dinero», mostrando bastante escepticismo respecto al manejo de la política monetaria de parte de una autoridad central (p. 141). Quien maneja la política monetaria —esto es una ilustración que utilizo frecuentemente con mis alumnos—, suele ser entrenado como si estuviera en un avión y a través de ciertos controles —como fijar la cantidad de dinero, los tipos de interés o el tipo de cambio— pudiera conducir la nave hacia un destino definido. Zelmanovitz muestra que la ignorancia acerca de esta *presunción de conocimiento* ha puesto en riesgo a la economía global en numerosas oportunidades. Siguiendo a Huerta de Soto (2001, p. 36), Zelmanovitz muestra que la imposibilidad del cálculo económico en el socialismo (Mises, 1922) bien puede extenderse al análisis de la política monetaria (p. 150). Dicho en otros términos, la autoridad monetaria *no sabe* en qué nivel fijar la cantidad de dinero, los tipos de interés o el tipo de cambio. No hay una forma *objetiva* de hacerse con esta información.

Esto, sin embargo, no nos conduce a un completo escepticismo. O para ser más precisos, comparto con Zelmanovitz que debemos ser escépticos con la administración gubernamental del dinero, pero podemos confiar a su vez en cierta tendencia equilibradora del mercado monetario si este opera libre de intervención del gobierno al estilo *free banking*.

Siguiendo a Ivo Sarjanovic (2007, p. 10), admitir que el mercado monetario está *siempre en desequilibrio*, no implica negar una tendencia equilibradora en este mercado.

Reconocer que el mercado de moneda, al igual que el de los demás bienes, también está siempre en desequilibrio, implica darle una dimensión de complejidad más profunda al proceso de mercado, ya que el proceso de generación, transmisión, descubrimiento e interpretación de precios tiene que lidiar con un obstáculo adicional. ¿Implica esto que los precios pierden calidad informativa cuando están expresados en una moneda en desequilibrio? En la medida en que el mercado de dinero esté funcionando en un marco institucional que les permita a los empresarios monetarios ir descubriendo oportunidades de beneficio que al ser explotadas vayan gradualmente y de manera no intencionada equilibrando el mercado de moneda, este proceso dará lugar a una configuración de precios relativos que (parafraseando la cita de Hayek al comienzo de este ensayo), «no son perfectos, pero es lo mejor que tenemos disponible» (2007, p. 10).

PARTE III: LA ÉTICA DEL DINERO

Con el Capítulo 6 abre la Parte III del libro, destinado a estudiar *la ética del dinero*. El autor sostiene que, en definitiva, nuestras posiciones en materia de política monetaria están definidas por una cuestión ética previa, partiendo de la *noción de justicia* en Sócrates o Platón. Entre las teorías morales que repasa el autor no solo se incluyen autores de la Antigua Grecia, sino también *la ética deontológica* de Kant, el *utilitarismo* de Bentham («la mayor felicidad para el mayor número») o la *doctrina del derecho natural* (p. 170).

En este capítulo, el autor discute, siguiendo a Lawrence H. White y George Selgin (1999), la hipótesis de que el control gubernamental de la banca tiene un origen o una *causa fiscal*. La hipótesis rivaliza claramente con la intención de entender el mercado de las instituciones monetarias como un *fallo de mercado*.

En la Sección 6 de este capítulo, Zelmanovitz vincula la cuestión ética con la eficiencia, lo que permite ofrecer un estudio comparado de distintas nociones de eficiencia. Quizás la más conocida, aunque débil, es el concepto de *eficiencia de Pareto*; aquí el autor toma el concepto de *eficiencia dinámica* elaborado por Jesús Huerta de Soto (2004) como una noción complementaria, compatible, con el concepto de *eficiencia estática*. En corto, hacer un uso eficiente de los recursos no implica solo utilizar todo el potencial de la estructura productiva. Tal cosa puede permitir alcanzar el pleno empleo, pero puede no ser una *situación óptima*. Ser eficiente, en un sentido dinámico, es utilizar todos los recursos disponibles con el objeto de *expandir la estructura de la producción* por medio de la *creatividad*

empresarial. En términos de la frontera de posibilidades de la producción, estar sobre cualquier punto de la FPP implicaría cierta eficiencia estática. Aquel punto sobre la FPP que permite expandir la frontera en el tiempo, estará representando el concepto de *eficiencia dinámica* del que hoy carece la profesión.

PARTE IV: LA POLÍTICA DEL DINERO

Esta cuarta y última parte del libro, que incluye los capítulos del 7 al 12, es la más extensa y posiblemente la más polémica. Comienza, en el Capítulo 7, con una pregunta fundamental: *¿existen argumentos sólidos para justificar el monopolio de la administración del dinero en manos de un banco central?* De esta pregunta luego se suceden otras tres: 1. *¿Cómo definir* qué puede ser utilizado como dinero? 2. *¿Quién* debe autorizar a una institución a emitir dinero? 3. *¿Qué reglas* debemos adoptar para su producción/emisión?

Comenzando por las primeras dos preguntas, la historia monetaria, en este sentido, ha mostrado un proceso *natural, evolutivo, competitivo* en el que distintas mercancías jugaron el rol de dinero. Fue el *proceso de selección social* el que se terminó inclinándose hacia los metales, especialmente el oro y la plata. A diferencia de los bienes perecederos, los metales mantienen relativamente mejor su valor o utilidad a lo largo del tiempo. Fue el mercado libre, además, el que *espontáneamente* originó ciertas casas de depósito que luego se convirtieron en *bancos*, recibiendo depósitos en metal, emitiendo billetes y otorgando créditos.

Ese proceso evolutivo fue interrumpido en todos los reinos y países por una autoridad central que en algún momento se arrogó el «derecho» a decidir cuál es la moneda de curso legal. La creación del Banco de Inglaterra, por ejemplo, barrió con los bancos de emisión privados que existieron antes de 1695, y con la posibilidad de que se crearan otros después (Smith, 1937). En un sentido contrario, y cronológicamente paralelo, disponemos de la experiencia de *banca libre, competitiva y descentralizada* en Escocia, en el período que va desde 1694 hasta 1844 (White, 1984). Esa experiencia puntual que pudo desarrollarse por un siglo y medio ha sido fundamental en nuestros días para *imaginar cómo podría operar un sistema bancario libre de intervención gubernamental*, aun con reserva fraccionaria (Selgin, 1988; Dowd, 1992).

El conocimiento de Zelmanovitz sobre este y otros casos empíricos de banca libre, le permiten concluir «que el monopolio gubernamental en la emisión de dinero no es una condición necesaria para tener un medio

de cambio que los agentes económicos puedan utilizar para facilitar los intercambios indirectos» (p. 205). A través de una matriz fundamenta el autor que *no hay argumentos racionales para justificar el monopolio de emisión*: 1) Puede haber buen dinero sin un banco central que lo emita; 2) puede haber estabilidad sin un banco central que juegue el rol de prestamista de última instancia; 3) y si bien es cierto que el banco central puede resultar un instrumento para financiar las emergencias del fisco, esta ha sido la causa madre por la cual los países han mostrado inestabilidad monetaria y económica a través del tiempo. Independizar la administración del dinero de las urgencias del gobierno ha sido precisamente lo que motivó una extensa literatura para desarrollar diversas reglas monetarias.

Estas observaciones son un elemento central en esta última parte del libro, pues coloca la investigación en un plano de debate diferente a la mayoría de los tratados que estudian las instituciones monetarias. *¿Cuántos de los tratados modernos cuestionan el monopolio de emisión?*

Respondiendo entonces a las dos preguntas, primeramente ha sido el mercado libre y competitivo el que definió qué era dinero y qué no lo era; y al mismo tiempo, fue el mismo mercado libre el que definió quién podía emitir dinero y quién no podía hacerlo. En la medida en que un banquero fuera responsable y tuviera cierta reputación, los clientes le confiarían sus metales en depósito. En la medida en que su reputación estuviera en riesgo, los depositantes buscarían alternativas para colocar su dinero.

Pero la historia continuó, como decíamos, con la interrupción de este proceso a través de la creación de bancos centrales. En algunos lugares, el proceso había llegado a madurar (Escocia y Canadá); en otros lugares, el proceso se interrumpió antes de iniciarse (Inglaterra y Francia); y en un tercer grupo, el proceso apenas se empezaba a desarrollar cuando fue interrumpido (Colombia, Chile o incluso en el interior de Argentina). Pero en todos los casos hubo un factor común en la causa de la creación de los bancos centrales. Ese factor fue la necesidad fiscal de responder a las urgencias que implicaron las guerras y la formación de los estados modernos, con funciones siempre crecientes. No hay evidencia entonces de que la producción libre, competitiva y descentralizada del dinero tenga características de un fallo de mercado (White y Selgin, 1999).

Las respuestas a las tres preguntas clave entonces cambiaron. Ahora es la autoridad monetaria la que define qué es dinero o cuál es la *moneda de curso legal*. A veces, incluso, impone el *curso forzoso*; también es este banco central el que define quién puede emitir dinero y quienes no pueden hacerlo; y por supuesto, también puede definir el banco central *bajo qué reglas* administrará la producción/emisión de dinero.

Pero antes de adentrarnos en estas reglas fijadas por los bancos centrales, me parece necesario señalar lo que considero un punto polémico del libro. Y es la observación acerca de *las reservas fraccionarias como factor de inestabilidad*. (pp. 206 y 253), lo que a su turno vendría a justificar que el banco central juegue un rol como prestamista de última instancia. Hubiera sido deseable que el libro tratara en forma autónoma, quizás en capítulos independientes, las reservas fraccionarias con patrón oro y banca libre, un sistema de reservas fraccionarias con bancos centrales y dinero fiat. Claramente el análisis no es el mismo, y no siempre queda claro en qué momento está el autor hablando de un sistema o del otro. Decir en términos generales que las reservas fraccionarias son factor de inestabilidad me parece erróneo, habiendo mostrado White, Selgin, Dowd y otros muchos autores fundamentos teóricos y empíricos que *prueban* lo contrario. Por supuesto que el autor puede opinar diferente, pero no parece haber atendido en el libro los argumentos expuestos en esta literatura, si bien parte de la misma se encuentra mencionada en la bibliografía.

Lo cierto es que en un *sistema de banca libre, competitiva y descentralizada*, los bancos emisores crearon un *sistema de compensación bancaria* que evitó la inestabilidad del sistema. Claro que si hay una corrida sobre un banco ilíquido que opera irresponsablemente, y este además no logra conseguir fondos o créditos de los otros bancos, puede llevarlo a la quiebra, pero tal cosa solo compromete a un banco y no al sistema. En Escocia hubo una experiencia semejante con el Ayr Bank, pero esto solo ayudó a crear mayor responsabilidad en los otros banqueros que sabían que debían tener suficientes reservas para responder a las demandas de sus clientes. El sistema fue sólido, la moneda fue estable y en el momento de mayor madurez —dicen los expertos— logró funcionar con un *encaje fraccionario* de solo el 2% (White, 1984). La ley de Peel de 1844 expandió finalmente el monopolio de emisión desde Inglaterra hacia Escocia, y eso terminó con el sistema libre más exitoso que se ha logrado conocer en la literatura.

Siguiendo con el Capítulo 8, el autor explica que un patrón oro con encaje total será más *estable* que un patrón oro con reserva fraccionaria (p. 237). Esto no parece ser certero. Si entendemos que el dinero que la gente deposita «a la vista» en los bancos es *ahorro*, entonces comprendemos que para mantener la *identidad entre ahorro e inversión* los bancos necesitan colocar este dinero en manos de los inversores. Tanto el depósito a plazo fijo como el depósito a la vista son en realidad contratos de *préstamo* desde los ahorristas al banco, con la diferencia que el primero tiene un plazo definido, mientras que el segundo tiene un plazo indefinido.

Se dice que hay un potencial de corrida bancaria que puede comprometer al sistema, pero ese factor de riesgo no da *certeza* acerca de la quiebra del sistema, ni ha sido motivo de inestabilidad en la historia monetaria. Por el contrario, los bancos —a través de la función empresarial de los banqueros— tendieron a mantener en reserva ciertas cantidades de dinero que les ayuden a responder a sus clientes, y en caso de iliquidez hasta negociaron con otros bancos alguna política de asistencia mutua que les permitiera dar respuesta.

Bajo un sistema de reserva total, se dice que el dinero que los bancos reciben «a la vista» debe ser mantenido en custodia en un 100%. Tal cosa no hace más que quebrar la identidad ahorro-inversión, lo que a su turno provoca iliquidez en el sistema, obligando a una deflación innecesaria y posiblemente a una crisis económica. *No parece que tal propuesta garantice estabilidad monetaria en el sistema.*

Zelmanovitz señala este factor parcialmente en el Capítulo 9, al observar que el encaje total «no permite la asignación más eficiente de los recursos financieros, porque los bancos estarán atesorando este dinero» (p. 259). Pero debo observar aquí que este dinero *no es atesoramiento, sino ahorro*. Las consecuencias de confundir una cosa con otra han motivado conclusiones erróneas en materia de teoría y de política monetaria.

Otra observación que surge de este capítulo es asignarle a Ludwig von Mises la defensa del encaje total cuando, en realidad, solo defendió esta medida como *transición hacia la libertad bancaria con reserva fraccionaria*. Un estudio detallado muestra que Mises no se opuso a las reservas fraccionarias (Cachanosky, 2012). Se sugiere la lectura de su tratado de economía, *La acción humana*, en el Capítulo 17, Sección 11, donde trata precisamente el tema de la *libertad bancaria*.

Tampoco es cierto que las reservas fraccionarias sean un *privilegio* que los banqueros modernos recibieron del Estado (p. 273). Por el contrario, las reservas fraccionarias han sido una práctica que los banqueros descubrieron como inherente al negocio bancario, y que sin ella los mercados solo tendrían iliquidez, y una fuerte pérdida de inversión y empleo.

Lo cierto es que el factor de inestabilidad lo ha producido siempre el monopolio de emisión de dinero. Y es que al seguir los argumentos expuestos en la parte II sobre la epistemología del dinero, el banquero central *no sabe* cuánto dinero introducir al mercado o en qué nivel fijar la tasas de interés o el tipo de cambio. El banquero central no tiene, *ni tendrá nunca*, información adecuada y a tiempo que le permita mantener el equilibrio monetario.

Ya concentrando la atención en un sistema monetario con bancos centrales y dinero fiat, entonces sí coincidimos con las observaciones de

Zelmanovitz, las cuales deben recibir atención de parte de los especialistas en la materia. Se pregunta el autor, por ejemplo, ¿qué debe hacer un banco central ante una crisis económica y un aumento en la demanda de dinero? ¿Debe expandir la base monetaria para responder a esta demanda, o debe dejar que los precios se ajusten a la cantidad de dinero existente?

A esta pregunta ha dado respuesta el propio Hayek, en lo que hoy se conoce como su *regla monetaria* (Gustavson, 2010). En términos de la ecuación cuantitativa, $MV=Py$, diría Hayek que debe mantenerse constante el ingreso nominal, MV . Esto tiene varias implicaciones que se tratan en el libro.

1. Si aumenta el producto (y) vía incrementos en la productividad, entonces lo óptimo sería dejar que los precios (P) caigan, provocando cierta deflación de crecimiento (*growth deflation*). Hayek señala en *Precios y Producción* (1931) que había en su tiempo relativo consenso acerca de dejar que los precios caigan cuando la producción aumenta.
2. Si por el contrario cae la velocidad de circulación del dinero (V), mantener el ingreso nominal constante, implica la necesidad de expandir la masa monetaria (M). Si V es la inversa de la demanda de dinero, una caída en V , implica que está aumentando la demanda de dinero. Este factor suele ser abordado en la literatura bajo el nombre de *contracción secundaria de dinero*, y fue estudiado por Wilhelm Röpke.

Zelmanovitz estudia este caso concreto, y citando a Hayek y Jesús Huerta de Soto admite que en *ciertas circunstancias* puede ser necesario actuar para *evitar males mayores* (p. 251). Tal fue el caso reciente en la crisis de 2008 cuando, entre septiembre de 2008 y enero de 2009, la Reserva Federal decidió duplicar la base monetaria para evitar el colapso del mercado. Desde luego, muchos hemos criticado el *riesgo moral* de haber rescatado a ciertos bancos en lugar de ofrecer operaciones de mercado abierto, pero esto no quita lo acertado que fue expandir M , ante un escenario de descenso en V (Lewin y Ravier, 2012).

El Capítulo 10 cuestiona el *inflation targeting*, que posiblemente sea hoy la regla monetaria más utilizada. Después de un repaso histórico, define esta regla «como un modelo caracterizado por el anuncio público de ciertas tasas de inflación objetiva que son cuantificadas oficialmente (a veces en forma de rango) en uno o más horizontes temporales» (Bernanke, 2001, p. 14). La aplicación de estas reglas tiene asociado un mensaje explícito de que el objetivo primario de largo plazo para la política monetaria es alcanzar una tasa de inflación baja y estable (p. 283).

Zelmanovitz indica correctamente que esta regla no se sale de las críticas que en general se aplican a la administración pública y monopólica del dinero, como la *presunción de conocimiento* o los *lags*, esto es, los rezagos de política monetaria que Milton Friedman cuantificó como de 12 a 18 meses desde que la política monetaria se ejecuta hasta que impacta en el nivel de precios. Pero quizás el punto más fuerte que se puede esgrimir contra las autoridades monetarias, y en concreto contra la Reserva Federal de Estados Unidos, es haber administrado esta regla en la década de 1990 sin observar la evolución de los precios de aquellos activos que están fuera de las mediciones del IPC, como fue el caso de las acciones del Nasdaq, y que condujeron a la crisis de las *dot-com* de 2001; o también en la década del 2000, en el caso de los bienes inmobiliarios, y que condujeron a la crisis *subprime* de 2008. La política crediticia bien puede no afectar a los activos contenidos en la canasta que mide el IPC, pero sí pueden canalizarse hacia el mercado bursátil o inmobiliario mediante fuertes regulaciones, provocando crisis y ciclos económicos. En corto, el *inflation targeting* puede ser exitoso para alcanzar una tasa de inflación (medida por el IPC) baja y estable, como de hecho ocurrió en los países que la aplicaron; pero no exime a la autoridad monetaria de crear burbujas financieras (p. 294).

Por otro lado, y siguiendo ahora la regla de Hayek, los aumentos de productividad no deberían ir acompañados de una política monetaria expansiva y, en consecuencia, una tasa de inflación baja pero positiva; por el contrario, estos aumentos de productividad deberían provocar *bajas de precios* que incrementen los salarios reales de los trabajadores. El *inflation targeting* no permite que ocurra esta *benigna deflación de precios*. Sorprende que no llame la atención de los analistas, y tampoco de las autoridades monetarias, que la era digital o nueva revolución industrial que estamos disfrutando en el presente —y que provoca con la incorporación de nuevas tecnologías importantes aumentos de productividad— no vaya acompañada por una continua deflación de precios como aquella que Estados Unidos experimentó entre 1880 y 1900.

Si bien el Capítulo 11 se titula «El futuro del dinero», comienza analizando cuestiones del presente. Abre con un interrogante lógico acerca de por qué seguimos utilizando en el presente un sistema de dinero fiat administrado por bancos centrales si somos conscientes de sus consecuencias negativas. La respuesta, sugiere Zelmanovitz, «la debemos buscar en los beneficios fiscales que provee el señoreaje» (p. 297). La afirmación da lugar a la aplicación del análisis económico de la política en el mercado del dinero, representado en el *Public Choice* de James M. Buchanan, el cual cuestiona los incentivos de la autoridad monetaria al administrar

el dinero. Los expertos al frente de un banco central no solo no tienen *conocimiento* acerca del nivel en el que deben fijar las variables monetarias; tampoco tienen *incentivos* para colocarlas en el nivel adecuado.

El análisis es aplicable también a los diversos modelos de *narrow banking*. El sistema de banca central con dinero fiat es en cierta forma un *sistema híbrido* donde conviven el banco central y los bancos privados; los primeros definen cuantitativamente la base monetaria, y los segundos, a través de la reserva fraccionaria y el efecto multiplicador de los depósitos, definen la oferta monetaria. Bajo este sistema, la autoridad monetaria *no tiene pleno control de la oferta monetaria*. Bien pueden ampliar la base monetaria con operaciones de mercado abierto y en redescuento, pero no pueden evitar el efecto multiplicador de los depósitos. Irving Fisher y Henry Simons en los años 1930, Milton Friedman más tarde, y con ellos varios miembros de la Escuela de Chicago, incluido James M. Buchanan, propusieron en distintos trabajos la aplicación de un encaje del 100% para evitar que los bancos puedan expandir el crédito vía reservas fraccionarias, y con ello tener pleno control sobre la oferta monetaria.

Este sistema, sin embargo, tampoco está exento de los problemas de la banca central, ni es capaz de garantizar el equilibrio monetario. De nuevo, la autoridad monetaria no tiene herramientas para predecir a tiempo la demanda de dinero, lo que evita que tome conocimiento de cuánto dinero necesita el sistema o en qué nivel fijar la tasa de interés. Desde luego podrá ser menos dañina si está exenta de presiones políticas, pero la experiencia muestra que los gobiernos presionan por liquidez y tasas de interés bajas.

Volviendo la atención, ahora sí, sobre *el futuro del dinero*, lo primero que viene a la mente de los especialistas son las cripto-monedas como el bitcoin. En 2011, un bitcoin costaba centavos de dólar. A inicios de 2017 costaba 900 dólares. En el momento de redactar este prólogo, al inicio de octubre de 2017, su cotización supera los 4.300 dólares. Su cotización es demasiado inestable, y ese es el mayor problema que enfrenta para ser hoy considerado dinero, lo que no implica que pueda ser dinero en el futuro. Zelmanovitz define correctamente a esta moneda como una alternativa «no estatal», aunque también reconoce que es «un activo especulativo de alto riesgo» (p. 322).

Sus características lo asemejan al patrón oro. Para incrementar la oferta de bitcoins se requiere de cierta minería electrónica, pero su producción ya está definida en un máximo de 21 millones de bitcoins, lo que estará cerca de alcanzarse en 2033. Siendo su oferta relativamente estable, se supone que su poder adquisitivo irá en aumento, si es que logran que la

demanda de bitcoins crezca. ¿Qué sucedería en un sistema financiero dominado por bitcoins? La base monetaria sería estable. ¿Es eso un problema para alcanzar el equilibrio monetario? Asumimos que sí, pero ya hay una extensa literatura sobre esta materia.

La siguiente sección, 11.5, abre un interrogante acerca de un posible retorno al patrón oro. En línea con el concepto del equilibrio monetario, el patrón oro tiene la ventaja de ser rígido por el lado de la oferta, lo que evita procesos inflacionarios; sin embargo, también es un sistema defectuoso en el sentido de no poder responder con aumentos en la oferta monetaria, ante aumentos en la demanda de dinero. Quizás el punto realizado por Hayek sintetiza la idea del autor sobre esta temática:

El patrón oro, como sabemos, tuvo indudablemente grandes defectos, pero corremos el gran peligro de que su condena, hoy día de moda, pueda oscurecer el hecho de que también tuvo grandes virtudes, ausentes en la mayoría de sus alternativas [...]. El patrón oro, comparado con los distintos planes alternativos de administración monetaria a escala nacional, tenía tres ventajas importantes: dio lugar a una auténtica moneda internacional que no sometía la política nacional a las decisiones de una autoridad internacional; hacía de la política monetaria algo automático y predecible; por último, los cambios en la oferta de dinero básico, que su mecanismo aseguraba, apuntaban todos en la dirección correcta (Hayek, 1943, p. 161).

Sin embargo, insistentemente ofreció resistencia a retornar a dicho sistema. Se quejaba de que tal sistema no era lo suficientemente flexible para abastecer rápidamente a la demanda.

La objeción realmente más seria contra el oro es la lentitud con que su oferta se ajusta a los cambios en la demanda. Un aumento transitorio de la demanda de activos altamente líquidos o la adopción del patrón oro por un país más, era obligado que produjese grandes cambios en el valor del oro, siempre que la oferta se adaptase a ello con lentitud. Mediante una especie de acción retrasada, los aumentos de la oferta estuvieron a menudo disponibles solamente cuando ya no eran necesarios (Hayek, 1943, p. 163).

El Capítulo 12 cierra con una síntesis de los aspectos más relevantes del libro y con las 28 conclusiones que se desprenden de su desarrollo, algunas de las cuales se mencionaron más arriba. Repite sus argumentos contra las reservas fraccionarias, pero al mismo tiempo declara que el sistema que más lo ha convencido entre las propuestas que ofrece la literatura a favor

del 100 por 100, no es la de Rothbard y Huerta de Soto, sino la de James M. Buchanan (2010). Al mismo tiempo, reconoce en su conclusión número 27 que el sistema de patrón oro con coeficiente de reserva del 100 por cien impone a los agentes económicos un elevado costo de oportunidad en la medida que los bancos deben mantener los depósitos en custodia, lo que va en línea con nuestra argumentación expuesta más arriba.

Curiosamente, en la conclusión final el autor identifica como *no contradictorias* las posiciones de Jesús Huerta de Soto sobre una banca libre con patrón oro y encaje 100 por 100, respecto del sistema BFH (por las siglas de Fischer Black, Eugene Fama y Robert Hall), propuesto por Leland Yeager. En este sistema, se propone que el gobierno solo defina la unidad de cuenta, pero se lo releve de la administración de la política monetaria. En una de sus muchas posibilidades, si por ejemplo se tomaran los dólares como unidad de cuenta, la base monetaria estaría congelada, y la Reserva Federal ya no podría emitir un solo nuevo dólar. A partir de entonces surgirían incentivos privados que se asemejarían a las prácticas bancarias actuales, pero con la «tranquilidad» de que se evitarían desequilibrios por el lado de la oferta. Decíamos que la *no contradicción* nos parece curiosa, porque el mismo Leland Yeager se pronunció varias veces contra el encaje total (Yeager, 1997 y 2001), al tiempo que George Selgin mostró la consistencia de este sistema con la banca libre con reserva fraccionaria. Un interesante ensayo al respecto sería analizar la posibilidad de que los bitcoins sean la unidad de cuenta, y luego una banca libre y privada, descentralizada y competitiva, y con reservas fraccionarias, se ocupe de intentar alcanzar el equilibrio monetario.

APPENDIX

El libro cierra con un rico apéndice que trata en pocas páginas diversos temas fundamentales. Entre otros, destaca el estudio de la dolarización o de los arreglos monetarios ante una enfermedad holandesa. No hay espacio aquí para pronunciarnos sobre ello.

REFLEXIÓN FINAL

El libro que el lector tiene en sus manos cuenta con 447 páginas, divididas en 4 partes y 12 capítulos, además de un apéndice que toca 5 temas adicionales. La bibliografía incluye referencias a 235 autores de diverso perfil,

y en algunos casos, se referencian varios trabajos de un mismo autor. El interés del autor por la historia del pensamiento económico y por la economía comparada resulta evidente a medida que se progresa en la lectura.

Comprendo este libro como un intento del autor por ordenar de manera consistente una enorme literatura que ha trabajado por al menos 15 años. El lector de esta obra podrá beneficiarse de su ordenamiento, su cuidada exposición y su tratamiento adecuado. Desde luego que encontrará también autores que le eran desconocidos, y preguntas a las que quizás pueda intentar dar respuesta.

Este libro será una referencia obligada para todo aquel que se interese por cuestiones monetarias desde un punto de vista multidisciplinar. *Amplitud* en su alcance y *profundidad* en el tratamiento de los temas seleccionados son dos aspectos que difícilmente encontremos en una misma obra.

Leonidas Zelmanovitz ha abierto profundos temas de investigación que seguramente seguirá desarrollando en sucesivos trabajos con el objetivo de que las economías puedan apoyarse en sus investigaciones para alcanzar un *buen dinero*, estabilidad monetaria y erradicar no las fluctuaciones en la actividad económica, pero sí los ciclos económicos de carácter monetario.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, Ben S., Thomas Laubach, Mishkin, Frederic S. y Posen, Adam S. (2001): *Inflation Targeting, Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- BUCHANAN, James M. (2010): «The constitutionalization of money», en *The Cato Journal*, 30, n.º 2, primavera-verano, pp. 251-258.
- CACHANOSKY, Nicolás (2012): «Mises on Fractional Reserves: A Review on Huerta de Soto's Argument», en *New Perspectives on Political Economy* (7). 2: 203-230.
- DOWD, Kevin (1992): *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres.
- HAYEK, Friedrich (1931): *Precios y Producción*, Unión Editorial, Madrid.
- (2010) [1943]: «Una mercancía como moneda de reserva», Capítulo II de *Ensayos de Teoría Monetaria*, vol. II, Unión Editorial, Madrid. Publicado originalmente en el *Economic Journal*, vol. 53, n.º 210, junio-septiembre, pp. 176-184.
- (1945): «El uso del conocimiento en la sociedad», en A. Ravier y L. Ravier (eds.), *Lecturas para una teoría económica de la empresa*, Unión Editorial, Madrid, 2016.

- HUERTA DE SOTO, Jesús (1998): *Dinero, crédito Bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid.
- GUSTAVSON, Marius (2010): «The Hayek Rule: A New Monetary Policy Framework for the 21st Century», en *Policy Study* 389.
- LEWIN, Peter y RAVIER, Adrián (2012): «The Subprime Crisis», en *Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 15, n.º 1, primavera, pp. 45-74.
- MISES, Ludwig von (1922): *El socialismo*, Unión Editorial, Madrid.
- SARJANOVIC, IVO (2007): «Procesos de Mercado: precios en desequilibrio + moneda en desequilibrio», en Rafael Beltramino y Pablo Marchetti (eds.), *La crítica como método. Ensayos en honor a Rogelio T. Pontón*, Rosario (Argentina), Fundación Libertad.
- SELGIN, George (1988): *The Theory of Free Banking*, Rowman and Littlefield, Totowa (Nueva Jersey).
- y WHITE, Lawrence H. (1999): «A Fiscal Theory of Government's Role in Money», en *Economic Inquiry*, enero.
- WHITE, Lawrence H. (1984): *Free Banking in Britain - Theory, Experience and Debate 1800-1845*, Cambridge University Press, Cambridge.
- YEAGER, Leland B. (1997): *The Fluttering Veil: Essays on Monetary Disequilibrium*, George Selgin (ed.), Liberty Fund, Indianápolis.
- (2001): «The Perils of Base Money», en *The Review of Austrian Economics*, 14:4, pp. 251-266.