

**UNIVERSIDAD DE ALICANTE**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**



**GRADO EN ECONOMÍA**  
*CURSO ACADÉMICO 2020 - 2021*

Real bills doctrine: análisis histórico y relevancia en el siglo XXI

Luis Pérez García

Juan Ángel Zabalza Arbizu

*Análisis Económico Aplicado*

Alicante, Junio 2021

*“Las ideas de los economistas y los filósofos políticos, tanto cuando son correctas como cuando están equivocadas, son más poderosas de lo que comúnmente se cree. En realidad el mundo está gobernado por poco más que esto. Los hombres prácticos, que se creen exentos por completo de cualquier influencia intelectual, son generalmente esclavos de algún economista difunto.”*

JOHN MAYNARD KEYNES

## **Resumen**

Si bien es indudable que la obra de Adam Smith sigue siendo objeto de estudio y fuente de inspiración hoy en día, sus recomendaciones en materia bancaria –conocidas como *Real bills doctrine*– casi han desaparecido del debate y han quedado relegadas a círculos muy específicos y reducidos. Este trabajo pretende estudiar los preceptos del escocés, así como las aportaciones de autores posteriores que apoyan, transforman y enriquecen este pensamiento, ofreciendo herramientas capaces de dar respuesta a cuestiones de gran relevancia actual como la estabilidad del sistema financiero o la ocurrencia de ciclos económicos.

**Palabras clave:** doctrina de las letras reales, teoría monetaria, Adam Smith, liquidez, ciclos económicos

## **Abstract**

While it is undeniable that Adam Smith's work is still subject of study and source of inspiration, his recommendations on banking –known as *Real bills doctrine*– have almost disappeared from the debate and been pushed into very specific and limited circles. The aim of this paper is to study the Scottish economist's precepts, as well as the contributions of later authors that support, transform and enrich this economic thought, providing tools able to deal with matters of great relevance, such as financial system stability or the boom and bust cycles.

**Key words:** real bills doctrine, monetary theory, Adam Smith, liquidity, business cycles

**JEL Classifications:** B12; B26; E32; E42; E52

## Índice

1. Introducción.....	5
2. Primer desarrollo de la RBD .....	7
3. Los tres debates monetarios en la Inglaterra del siglo XIX.....	11
3.1. La controversia bullionista.....	12
3.2. El debate entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria .....	17
3.3. Banca central o banca libre .....	25
3.3.1. ¿Se darían sobre-emisiones?.....	26
3.3.2. La necesidad de un prestamista de última instancia .....	29
3.3.3. ¿El monopolio facilita el control de las emisiones?.....	32
3.3.4. Las tres interpretaciones de la RBD .....	34
4. Introduciendo el concepto de liquidez de Menger.....	37
4.1. Teorías del crédito circulante en Estados Unidos .....	40
4.2. Los herederos de Smith en Europa .....	42
5. Consecuencias de la iliquidez bancaria sobre el ciclo económico .....	47
5.1. Consecuencias de la iliquidez sobre la estructura productiva.....	47
5.2. Consecuencias de la iliquidez sobre la estructura financiera.....	52
6. Conclusión .....	58
7. Bibliografía.....	63

## 1. Introducción

La caída de Lehman Brothers en 2008 y la crisis que desencadenó hicieron tambalear los cimientos de nuestro sistema financiero en un momento en el que parecía haberse alcanzado una estabilidad perpetua. Con el doble objeto de, por un lado, superar esta crisis y, por otro, establecer un nuevo marco institucional que permitiese evitar futuras depresiones, los economistas dirigieron su mirada hacia los teóricos del pasado buscando respuestas. No faltaron quienes pronosticaban el colapso del sistema capitalista, tal como hacía Marx; tampoco quienes vieron en las ideas de estímulo fiscal y monetario de Keynes la mejor alternativa para salir de la crisis.

Este trabajo pretende, como aquellos economistas, buscar los fundamentos sobre los cuales debería asentarse un sistema monetario y financiero estable. Esta tarea, de no acotarse al estudio de una línea de pensamiento concreta, sería demasiado compleja como para tratarla en la extensión de este trabajo, por lo que el mismo se va a sustentar sobre una idea concreta: la Doctrina de las Letras Reales de Adam Smith (RBD en adelante, por sus siglas en inglés *Real Bills Doctrine*) y las aportaciones de economistas posteriores que enriquecieron este planteamiento.

La RBD se fundamenta sobre la idea de que los activos que cumplan una serie de condiciones son idóneos para ser monetizados y, por tanto, la banca que base su política de descuentos en este precepto puede garantizar en todo momento su solvencia, liquidez y, por tanto, reducir la inestabilidad del sistema financiero. Las condiciones planteadas por Smith, sobre las que luego profundizaremos, son que el activo financiero a monetizar debe ser el resultado de una transacción comercial sobre bienes presentes altamente demandados. Todas aquellas formas de crédito que engrosen la masa monetaria e incumplan estos requisitos, por tanto, ponen en riesgo la liquidez de los agentes, su solvencia y generan distorsiones en el lado real y financiero de la economía.

El objetivo de este trabajo no es, por tanto, realizar un análisis exhaustivo de la crisis pasada ni del actual sistema financiero a la luz de viejas teorías (al menos no de manera directa), sino estudiar la validez de determinadas teorías del dinero y del crédito que han servido como fundamento sobre el cual se han edificado diversos modelos de banca y sistemas monetarios sucesivos, algunos de los cuales han desembocado en crisis financieras y pánicos bancarios como el que vivimos hace una década.

El trabajo está dividido en seis apartados, incluyendo la presente introducción. En la siguiente sección se profundizará en la RBD tal y como fue expuesta por Adam Smith y la lógica existente tras ella. La tercera parte tratará de analizar cómo los debates

monetarios del siglo XIX en Inglaterra ampliaron y dieron una forma más concreta a estas ideas. En el cuarto apartado se expondrán algunas aportaciones de autores posteriores, prestando especial atención al concepto de liquidez desarrollado por Carl Menger y cómo este complementa la doctrina Smith. En la sección quinta se realiza un esbozo de la teoría austriaca del ciclo económico y de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, dos teorías del ciclo que han tomado gran relevancia a raíz de la crisis pasada, para mostrar cómo estas se pueden enlazar con la RBD a través del concepto de liquidez desarrollado en el epígrafe anterior. En último lugar, el punto sexto se dedica a las conclusiones

## 2. Primer desarrollo de la RBD

En el segundo libro de *La Riqueza de las Naciones*, Smith reflexiona sobre la naturaleza del capital y el proceso por el que se acumula. En él, define a los bienes de capital como aquellos bienes producidos que se utilizan para producir más bienes. Estos bienes de capital, a su vez, los divide en tres tipos: 1) los bienes de consumo distribuidos a los consumidores pero que aún no han sido consumidos; 2) el capital fijo, que es aquel que “*affords a revenue or profit without circulating or changing masters*”; 3) y el capital circulante, que es aquel que “*affords a revenue only by circulating or changing masters*”, entre el que incluye el dinero (Smith [1776] 1976, 282).

Smith también estudia las interrelaciones entre estos tres tipos de bienes de capital, las cuales podemos resumir de la siguiente forma: por un lado, “*augment the stock which may be reserved for immediate consumption is the sole end and purpose both of the fixed and circulating capitals*”; por otro, “*no fixed capital can yield any revenue but by means of circulating capital*” (ibid. 283-284); y, por último, los bienes de capital circulante han de terminar transformándose en bienes de consumo o en capital fijo. Sin embargo, Smith ve en el dinero la excepción a esta última relación, ya que, en lugar de transformarse en bien de consumo o capital fijo, se mantiene permanentemente circulando y constituye “*the great wheel of circulation, the great instrument of commerce*” (ibid. 291).

Es esta especial naturaleza del dinero lo que le lleva a buscar formas de economizar su uso en la circulación interna, haciendo redundante una parte del oro nacional que pueda ser usado para importar más bienes extranjeros y, con ello, aumentar la riqueza nacional. A este respecto, destaca los billetes de banco como forma de economizar el dinero: “*The substitution of paper in the room of gold and silver money, replaces a very expensive instrument of commerce with one much less costly*” (ibid. 292). Supongamos, por ilustrar mejor este punto, que un país cuenta con 100 onzas de oro, las cuales son necesarias para una correcta circulación de sus mercancías. Supongamos, además, que los habitantes comienzan a emplear billetes de banco por valor de 50 onzas de oro como medio de intercambio y que el banquero mantiene 20 onzas en forma de reservas para hacer frente a las necesidades de sus depositantes. En este caso, de las 100 onzas de oro con que cuenta solo 80 circulan –encontrándose el resto en las arcas del banquero– pero se han añadido billetes por valor de 50 onzas que en el territorio nacional desempeñan las mismas funciones que el oro, por lo que el valor de los instrumentos que permiten la circulación asciende a 130 onzas de oro. Por tanto, siendo necesarias solo 100 onzas para satisfacer la demanda de tesorería de la nación, existirá un exceso de 30 onzas que puede emplearse

en labores más productivas o para importar mercancías extranjeras, aumentando la riqueza nacional en esa misma cantidad.

Conviene realizar una digresión en este punto. El escocés habla de «*paper money*» en un contexto en el que los pasivos bancarios eran convertibles en oro, mientras que esta misma expresión es usada en el futuro para denominar los pasivos bancarios inconvertibles. Por mantener una coherencia con la terminología usada en epígrafes posteriores, en lo sucesivo emplearemos esta segunda acepción, pasando a llamar a los billetes de banco pagaderos en oro promesas de pago, derechos de cobro o pasivos a la vista, en lugar de papel moneda.

Ocurre, sin embargo, que este uso de promesas de pago como medio de intercambio puede llevar a una sobre-exportación del oro que reduzca demasiado las reservas bancarias –gracias a las cuales puede hacer frente esas promesas– y obligue a una interrupción del suministro de billetes, generando crisis financieras. Smith supo ver este problema, por lo que recogió una serie de directrices que había observado en el comportamiento de los banqueros escoceses y que creía lo suficientemente prudentes como para minimizar el riesgo de que estos fenómenos ocurrieran.

Estas directrices, que años más tarde se conocerían como la Doctrina de las Letras Reales (RBD, por sus siglas en inglés), podemos condensarlas en tres.

1) Los bancos deben descontar únicamente letras reales, es decir, efectos comerciales que involucren bienes presentes.

2) Estos bienes presentes, además, deben constituir capital circulante y estar a punto de transformarse en bienes de consumo finales. En palabras del escocés:

*“A bank cannot, consistently with its own interest, advance a trader the whole or even the greater part of the circulating capital with which he trades; because, though that capital is continually returning to him in the shape of money, and going from him in the same shape, yet the whole of the returns is too distant from the whole of the outgoings, and the sum of his repayments could not equal the sum of its advances within such moderate periods of time as suit the conveniency of a bank. Still less, could a bank afford to advance him any considerable part of his fixed capital”* (ibid 307).

3) Los billetes emitidos como consecuencia del descuento de dichos activos no debe superar *“the quantity of gold and silver which would have circulated in the country had there been no paper money”* (ibid. 306).

Para Smith, si estos requisitos se cumplen los billetes de banco no contribuirían a financiar la producción de los empresarios –es decir, no se incrementará el poder adquisitivo de estos agentes– sino a facilitar el comercio de mercancías adelantando a



estos el cobro de sus letras de cambio a corto plazo. Para entender mejor este concepto pongamos un ejemplo: supongamos que un mayorista B se dispone a vender harina a un panadero A. El panadero aún no ha tenido ningún ingreso porque no ha producido el pan, por lo que esta transacción solo se podrá llevar a cabo si mantiene atesorado el dinero necesario para comprar la harina o si B está dispuesto a aceptar un pago diferido durante el tiempo suficiente para que el panadero emplee esa harina en producir pan y lo venda para saldar dicha deuda. Supongamos que lo que ocurre es un pago diferido, que queda materializado en una letra a 30 días librada por el agente A. Sin embargo, ahora el agente B se encuentra en la misma posición que A anteriormente, tiene que continuar con su actividad económica –por ejemplo, necesita comprar trigo al agente C para producir harina– cosa que solo podrá hacer si mantiene atesorado el dinero suficiente o si C está dispuesto a aceptar un pago diferido. En caso de que C acepte una letra de cambio, no es ni siquiera necesario que B cree una nueva, sino que puede endosarle la letra que previamente A había librado. Pero ahora es C el que se ve obligado a mantener atesorado dinero. La problemática de esto es, por tanto, que alguien se ve forzado a mantener atesorado una cantidad de oro que permanece ociosa, es decir, a incrementar su demanda de dinero en forma de saldos líquidos. Esto no solo compromete la eficiencia de la economía, ya que ese oro podría emplearse en tareas más productivas, sino que también puede generar una tendencia deflacionista en la economía y limitar el número de transacciones que se pueden llevar a cabo. Una solución sencilla sería que un banco acepte esta letra de cambio y entregue, a cambio, la misma cantidad menos el tipo de descuento en sus propios billetes, más aceptados en la circulación que las letras de cambio por provenir de una entidad de gran reputación y por ser pagaderos en oro a la vista. En este caso se ha liberado a un agente de la necesidad de mantener atesorado una determinada cantidad de oro y, por tanto, se ha facilitado que los intercambios de estos bienes ocurran. Debemos notar que –a diferencia de una hipoteca o un préstamo a más largo plazo– en esta operación el banco no está financiando la transacción, sino que solo facilita el intercambio de los bienes, debido al carácter auto-liquidable de estas letras –se giran contra bienes altamente demandados en el corto plazo, que están a punto de ser vendidos y cuyo repago solo depende del curso normal de la economía. En palabras del economista monetario Charles Rist:

*“In essence, the function of commercial credit is to make commodities circulate. When a wholesaler sells goods to a retailer on credit, commodities are circulated more rapidly than they would have been by a cash sale. There is no loan of money, there is deferred payment, thanks to which a sale is made which*

*would not have been concluded without this postponement. [...] The goods will have changed hands without money having circulated. The bill of exchange is, therefore, a means not of making money circulate, but of dispensing with it”*  
(Rist [1938] 1966, 35)

Por último, aunque no profundicemos en las propuestas monetarias de John Law<sup>1</sup>, sí conviene destacar algunas diferencias entre las directrices que acabamos de desarrollar y las de este autor, al que algunos economistas consideran el primero en plantear la RBD. Por un lado, Smith defendía la convertibilidad de los pasivos bancarios, a diferencia de Law. Por otro, mientras que el primero exigía que los billetes se emitiesen contra activos a corto plazo garantizados por mercancía presente, el segundo basaba su propuesta en la monetización de bienes futuros (Law 1705). Son estas diferencias fundamentales las que me llevan a coincidir con aquellos que defienden que fue Smith, y no Law, el primero en plantear la RBD, al menos en su forma más estándar (Laidler 1981). En epígrafes posteriores ahondaremos en los peligros de la monetización de bienes futuros como la propuesta de Law.

---

<sup>1</sup> John Law fue un economista escocés anterior a Smith que podemos calificar de mercantilista. Se le conoce como el primer economista en plantear las ventajas que podía suponer la sustitución del oro y la plata por papel moneda, lo que lleva a algunos historiadores a considerarle el padre de la RBD. Sin embargo, puesto que el aspecto fundamental de la doctrina de Smith no es tanto la mera sustitución del metal por papel sino los preceptos que permiten una correcta emisión de crédito –en los que difiere enormemente con Law– no creemos acertado englobar a ambos dentro del mismo *corpus* en materia monetaria.

### **3. Los tres debates monetarios en la Inglaterra del siglo XIX**

El tratado de Adam Smith supuso un cambio total de paradigma y sus ideas se convirtieron rápidamente en la nueva ortodoxia económica. Si un país era capaz de crear sus propios medios de pago, los temores mercantilistas – que animaban a acaparar cuantos metales preciosos se pudiera como forma de incrementar la riqueza – carecían de sentido. Sin embargo, las recomendaciones de Adam Smith en materia monetaria, aunque esbozaban a grandes rasgos los preceptos que debían guiar un sistema bancario sano, eran lo suficientemente generales y ambiguas para dar lugar a diferentes interpretaciones. Esto condujo a tres controversias monetarias en la Inglaterra del siglo XIX que matizaron e incluso ampliaron la RBD original y provocaron una serie de cambios institucionales que es necesario analizar.

El primero de ellos, conocido como la controversia bullionista, trataba de dilucidar las causas de la inflación experimentada durante el período de inconvertibilidad de los billetes del Banco de Inglaterra en oro y si era posible la correcta emisión de activos bancarios que no estuvieran respaldados por este metal. Mientras que la primera cuestión tiene un papel más accesorio para el tema que estamos tratando, la segunda pregunta es fundamental.

El segundo debate se da una vez se ha devuelto la convertibilidad a los billetes del Banco de Inglaterra y esta característica se toma como condición necesaria, aunque no suficiente, para la estabilidad bancaria. En este choque intelectual, casi sin pretenderlo, cada parte toma una interpretación diferente del tercer precepto de la RBD, que era el más ambiguo. En su correspondiente epígrafe trataremos de mostrar por qué creemos que la interpretación más acertada y que más fielmente hereda el pensamiento de Smith es la realizada por la Escuela Bancaria y cómo el triunfo político de las ideas de sus contrarios provocó el advenimiento de una incorrecta regulación bancaria.

El último debate se superpone a los dos anteriores y se centra en una idea aparentemente accesorio a la RBD pero que resulta ser de vital importancia: si la emisión de estos pasivos bancarios debe realizarse por un banco central en régimen de monopolio que concentre las reservas de oro o si, por el contrario, era un sistema de libre competencia bancaria el que garantizaba una mejor emisión y control de estos pasivos.

### 3.1. La controversia bullionista

En la Inglaterra del siglo XVIII convivían dos medios de intercambio diferentes: por un lado, las monedas de oro y plata, que eran el único dinero de curso legal; por otro, los billetes emitidos por el Banco de Inglaterra y los bancos provinciales, que circulaban únicamente por la confianza que los agentes depositaban en estas instituciones. Sin embargo, había notables diferencias entre el Banco de Inglaterra y los provinciales. El primero tenía el privilegio estatal de ser el único banco con más de 6 accionistas al que se le permitía emitir billetes, además de ser el único emisor en Londres y sus alrededores. Los bancos provinciales –que tenían a lo sumo 6 accionistas y sólo operaban en las zonas alejadas de la capital– se encontraban, por tanto, infra-capitalizados, por lo que sus billetes no eran aceptados más allá de su pequeño radio de confianza. Esta posición de privilegio convirtió *de facto* al Banco de Inglaterra en el banco central y cámara de compensación de toda la nación, acaparando la mayor parte de las reservas de oro mientras que los bancos provinciales mantenían sus reservas en forma de billetes del Banco de Inglaterra y utilizaban sus cuentas en este banco para compensar los saldos deudores y acreedores entre sí, apenas haciendo necesario el transporte de oro (Norman, Shaw, and Speight 2011).

Fue en este contexto donde, en 1793, estalla la guerra entre Francia e Inglaterra, lo que llevó a un gran incremento de los gastos del gobierno inglés, parte de los cuales financió colocando títulos de deuda en condiciones favorables en el Banco de Inglaterra, contra los que este emitía billetes. La consecuencia de esto fue una notable reducción de las reservas de oro que sembró la desconfianza entre la población, la cual comenzó a solicitar una mayor conversión de sus billetes en oro, agravando aún más esta carestía. En 1797 el Banco de Inglaterra, habiendo perdido la gran mayoría de sus reservas de oro por la sobre-emisión de pasivos, se vio en la obligación de suspender la convertibilidad de estos en oro, decisión que fue ratificada por el gobierno en la Bank Restriction Act of 1797 (Hawtrey 1930).

Suspendida la convertibilidad, la única forma de obtener oro con esos billetes era vendiéndolos a cambio del metal, lo que provocó un aumento del precio del oro muy por encima de las 3 libras, 17 chelines y 10'5 peniques (la paridad billetes-oro que existía en régimen de convertibilidad). Además, el Parlamento convirtió los billetes del Banco de Inglaterra en moneda de curso legal, por lo que los agentes no se podían negar a recibirlos como pago, lo que se tradujo en la desaparición de las guineas de la circulación – cuyo valor nominal era inferior al valor del oro que contenían y, por ley, no podían ser

refundidas –como vaticinaba la Ley de Gresham: cuando en un país circulan varias monedas de curso legal cuyo tipo de cambio se fija por ley sin ser éste reconocido por los agentes, la moneda “*mala*” expulsa a la “*buen*” de la circulación (Ricketts 2015). Pero no fue solo el aumento del precio del oro lo que atrajo la atención de los economistas, sino también la depreciación de la divisa nacional con respecto a las extranjeras –que en un régimen de convertibilidad no podría haber fluctuado más allá de los puntos de exportación e importación del oro<sup>2</sup>– y un aumento generalizado de otros precios como los agrícolas.

Con respecto a este fenómeno surgieron dos posiciones enfrentadas: el bullionismo y el antibullionismo. Los bullionistas atribuían estos cambios a la sobreemisión de billetes por parte del Banco de Inglaterra. Los antibullionistas, por el contrario, defendían que la libra no se había depreciado y atribuían la subida de precios agrícolas a las malas cosechas, mientras que explicaban la caída de los tipos de cambio por el aumento de las importaciones de alimentos (para suplir las malas cosechas) y por la salida de fondos hacia los aliados de Gran Bretaña en forma de ayudas. Sin embargo, estudios posteriores han identificado dos líneas de pensamiento claramente diferenciadas dentro de la posición bullionista: los bullionistas radicales, que solo atribuían la depreciación a la sobreemisión de billetes, y los bullionistas moderados, que admitían que esta depreciación podía responder tanto a un incremento de su oferta como a una reducción de su demanda. Lo que unía a estas dos líneas de pensamientos diferenciadas dentro de una misma posición era la defensa de un retorno inmediato a la convertibilidad en oro, incluso si eso suponía un ajuste deflacionista temporal, frente a los antibullionistas que no veían una necesidad inmediata de volver a la convertibilidad y creían que era posible una correcta emisión de medios crediticios no respaldados por el metal (Laidler 2000).

Actualmente quedan pocas dudas de que efectivamente la libra se depreció en aquel periodo de inconvertibilidad ya que, como los bullionistas supieron ver, aunque la escasez

---

<sup>2</sup> Recordemos que bajo el patrón oro la divisa internacional es el oro y las diversas monedas solo son distintos nombres que se le dan a determinada cantidad de oro. Sin embargo, cuando por el desarrollo del comercio internacional era necesario trasladar una determinada cantidad de oro de un país a otro para saldar deudas, la moneda de este último podía exhibir un sobreprecio porque, al ahorrar los costes de transporte, 1 onza de oro en el país acreedor sería más valiosa que en el deudor. Estas fluctuaciones entre divisas estaban limitadas dentro de lo que se conoció como puntos de importación (límite inferior) y exportación (límite superior) del oro, determinados por los costes de oportunidad, transporte y aseguramiento en que se incurría al trasladar el oro. Una depreciación por encima del punto de exportación o una apreciación por debajo del punto de importación no pueden mantenerse en el tiempo, pues en tal caso existirían oportunidades de arbitraje que los agentes explotarían transportando oro de un país a otro y obteniendo la diferencia entre el coste de esta operación y el sobreprecio de la divisa (Clark 1984).

de mercancías pueda haber tenido un papel en dichos cambios, esto no podía provocar un encarecimiento del oro por encima de la paridad fijada por la Casa de la Moneda ni una depreciación del tipo de cambio por debajo del punto de exportación del oro –a no ser que esta divisa se encuentre depreciada (Huskisson 1810). Lo interesante para nuestro trabajo es que una errónea interpretación de la RBD fue utilizada por los antibullionistas –entre los que destacamos a Charles Bosanquet y Robert Torrens– para blindar su posición de alguna de estas críticas lanzadas por el bullionismo: defendían que siempre que se siga la RBD la emisión de billetes se adecuará a las “*necesidades del comercio*” y, por tanto, no puede causar distorsiones en los precios. Como, según ellos, la política que había seguido el Banco de Inglaterra era la de descontar letras reales, no podía haber distorsionado los precios y, por tanto, estos cambios que se estaban observando necesariamente venían por fenómenos no monetarios. Sin embargo, la versión que planteaban estos economistas es bastante diferente a la que propuso Smith en su obra: por un lado, el requisito de que los billetes se emitiesen contra efectos comerciales a corto plazo no se estaba cumpliendo, pues la sobreemisión había venido principalmente de descontar deuda pública a largo plazo; por otro, el escocés planteaba su doctrina en una situación de convertibilidad de los pasivos bancarios en oro, hasta el punto de creer que el oro debía seguir siendo el medio de pago principal entre minoristas y consumidores<sup>3</sup>.

Llegados a este punto es lógico que nos surjan algunas preguntas: ¿Qué diferencia hay entre el oro y el papel moneda? ¿Por qué tanto la rama moderada del bullionismo como Smith defendían que para una correcta emisión de pasivos bancarios estos debían ser convertibles en oro? La respuesta viene magistralmente resumida por Henry Thornton: “*The case of gold, on the other hand, differs from that of paper inasmuch as the possessor of gold takes credit for that for which no man debits himself*” (Thornton 1802, 80), es decir, es lo que denominamos un activo real o un activo que no es el pasivo de nadie –en contraposición a un activo financiero, que es necesariamente el pasivo de alguien más. Es esta naturaleza “*real*” la que permite que los billetes emitidos contra él puedan regularse adecuadamente o, dicho de otro modo, que su oferta se adecúe a su demanda. En caso de que los pasivos bancarios no se encuentren ligados a un activo real, las instituciones financieras pueden incrementar la demanda de sus propios pasivos mediante una mayor oferta de medios de pago y unos menores tipos de interés, haciendo imposible distinguir

---

<sup>3</sup> Estas características convierten a los antibullionistas en herederos directos de las ideas monetarias de John Law y no tanto de Smith.

entre aquella demanda “sana” que proviene de las necesidades actuales de medios de intercambio y la demanda que proviene de descontar letras a unos tipos artificialmente bajos. En esta misma línea se manifiesta Lord King:

*“there is no method of discovering à priori the proportion of the circulating médium which the occasions of the community require [...]. In countries where the currency is carried on by the precious metals, the quantity is regulated, as in all other cases, by the skill and attention of individuals who are versed in this particular branch of trade [...]. Where the currency consists of paper convertible into specie, the excess or deficiency is in the same manner prevented by the demand of the public either for cash or notes as circumstances may require. A paper circulation which cannot be converted into specie, is deprived of this natural standard, and is incapable of admitting any other. The persons to whom the duty of regulating such a circulation is entrusted are in danger, with the very best intentions, of committing perpetual mistakes.”* (King 1804, 27-28)

Vemos claramente que estos economistas abogaban por una recuperación de la convertibilidad lo más temprana posible porque era la única forma, según ellos, que permitía la adecuación de la oferta de medios de pago a su cambiante demanda.

La rama más radical del bullionismo, encarnada por David Ricardo y John Wheatley, aunque compartían el mismo objetivo de reinstaurar la convertibilidad, partían de unas ideas considerablemente diferentes. De los escritos de estos últimos se extraía que en cada país solo existe una cantidad determinada de dinero que puede circular: si se excede esta cantidad, sus precios se elevarán y el oro se exportará al extranjero; si la circulación es menor a esa cantidad, los precios se reducirán y el oro refluirá de nuevo al país –este es el conocido mecanismo de flujo especie-dinero de David Hume (Blaug [1962] 2001). Al suponer fija la cantidad de medios de pago necesarios para el funcionamiento de la nación –frente a una cantidad que varía constantemente en función de su demanda, como defendieron los moderados– estos autores ignoraron en su análisis el papel que tiene la demanda en los fenómenos monetarios, como muestran los siguientes fragmentos de Ricardo: *“there can exist no depreciation of money but from excess; however debased a coinage may become it will preserve its mint value, [...] provided it be not in too great abundance.”* (Ricardo 1811, 95); *“the only use of a standard is to regulate the quantity, and by the quantity the value of the currency”* (Ricardo 1816, 14). Por tanto, para estos autores la convertibilidad en oro no era algo necesario para asegurar la emisión de pasivos bancarios de calidad, sino un mero corsé que limitaba cuantitativamente su emisión.

De un modo simplista pero muy útil para nuestro análisis, podríamos caracterizar las tres posiciones de este debate de la siguiente manera: el bullionismo radical ponía el foco en los cambios sobre los precios provocados por incrementos de la oferta monetaria, el

antibullionismo destacaba el efecto sobre los precios de la demanda monetaria, mientras que el bullionismo moderado analizaba tanto los efectos de la oferta como los de la demanda monetaria sobre los precios (Rallo 2019a). Estas divergencias en su análisis llevaron a los bullionistas moderados a ver la convertibilidad en oro de los pasivos bancarios como una condición necesaria para su correcta emisión, mientras que las otras dos posiciones creyeron que esta medida era indeseable o deseable pero no por ello necesaria.

Por último, conviene tratar una crítica a la RBD planteada en esta época que, aunque no fue uno de los puntos esenciales de los bullionistas, constituye una de las críticas más usadas contra esta doctrina hasta el día de hoy. Nos referimos a la afirmación de Henry Thornton de que, incluso en un régimen de convertibilidad y siguiendo todos los preceptos de Smith, el descuento de letras por los bancos puede llevar a una emisión infinita de promesas de pago sobre un mismo conjunto de bienes, iniciando una tendencia inflacionista:

*“Suppose that A sells one hundred pounds worth of goods to B at six months credit, and takes a bill at six months for it; and that B, within a month after, sells the same goods, at a like credit, to C, taking a like bill; and again, that C, after another month, sells them to D, taking a like bill, and so on. There may then, at the end of six months, be six bills of 100l. each existing at the same time; and every one of these may possibly have been discounted. Of all these bills, then, one only represents any actual property.”* (Thornton 1802, 86).

Podemos ver el error de este planteamiento con un ejemplo similar al anterior pero ligeramente más elaborado. Supongamos que A le vende a B una partida de bienes semiterminados a cambio de una letra de 1000 onzas de oro con vencimiento a 3 meses; B le vende a C una versión transformada de esos bienes a cambio de una letra con vencimiento a 2 meses por importe de 1500 onzas; C transforma de nuevo los bienes y se los vende a D recibiendo una letra a 1 mes por 2000 onzas; D, por último, finaliza la producción del bien de consumo y lo vende a sus clientes por 2500 onzas. Aparentemente sobre una partida de bienes con valor de 1000 onzas se han girado letras de cambio por valor de 4500 onzas. Sin embargo, fijémonos que cada sucesiva letra girada queda afecta al pago de otra letra que ese comerciante emitió anteriormente, de modo que sólo puede incrementar su poder adquisitivo por la cantidad de valor añadido que efectúa, siendo todas las letras pagadas con la venta de la última partida de bienes a los consumidores finales. En este ejemplo, una vez se produce esta venta, D se queda con 500 onzas y destina las otras 2000 a pagar la letra a C, que se quedará con otras 500 onzas (su valor añadido) y hará lo propio. Finalmente, cada comerciante solo se queda con el valor



añadido que genera y si mientras estos bienes son vendidos utiliza las letras para incrementar su consumo, llegado el vencimiento de la letra no podrá hacer frente a su pago, por lo que tendrá que liquidar otros activos, obteniendo el mismo o un peor resultado –ya que la liquidación anticipada de activos suele conllevar pérdidas (Rallo 2013). Por tanto, no es cierto que solo una de todas las letras giradas sobre una misma partida de bienes representa la propiedad real sobre estos.

Habiendo aclarado qué críticas hacia la versión de la RBD planteada por los antibullionistas tenían sentido y cuales son erróneas, podemos extraer la lección más importante de esta controversia en nuestra búsqueda de un sistema financiero estable: una emisión sostenible de pasivos bancarios –entendiendo por sostenible que no genere de forma endógena desequilibrios en el sistema– requiere que estos sean pagaderos en algún activo real, generalmente se ha defendido el oro por ser el que espontáneamente se adoptó por cumplir mejor las propiedades de un buen dinero.

### 3.2. El debate entre la Escuela Monetaria y la Escuela Bancaria

Fue en el año 1821 en el que se devolvió a la libra la convertibilidad en oro. Esto, sin embargo, no evitó que ocurrieran crisis financieras en los años posteriores, por lo que los economistas pasaron a buscar complementos a la convertibilidad que, junto con ella, dotaran de una mayor estabilidad al sistema. En el segundo tercio de siglo el debate comenzó a girar en torno al precepto más ambiguo de la doctrina de Smith:

*“What a bank can with propriety advance to a merchant or undertaker of any kind, is not either the whole capital with which he trades, or even any considerable part of that capital; but that part of it only which he would otherwise be obliged to keep by him unemployed, and in ready money for answering occasional demands. If the paper money which the bank advances never exceeds this value, it can never exceed the value of gold and silver which would necessarily circulate in the country if there was no paper money. [...] The frequency, regularity, and amount of his repayments would sufficiently demonstrate that the amount of their advances had at no time exceeded that part of his capital which he would otherwise have been obliged to keep by him unemployed and in ready money for answering occasional demands” (Smith [1776] 1976, 304-306).*

Este precepto puede interpretarse de dos formas diferentes: 1) los pasivos bancarios que surgen de los descuentos deben sustituir de forma perfecta al oro que deja de circular; 2) estos no deben superar la cantidad de oro que el comerciante hubiera tenido que mantener atesorado para continuar con su actividad mientras las letras de cambio vencen,

lo que se puede conseguir asegurándose de que el vencimiento de los activos descontados por el banco permita hacer frente a sus salidas de caja.

En este debate, la Escuela Monetaria –entre cuyos representantes podemos destacar a Samuel Jones Lloyd y Robert Torrens– defendió que la convertibilidad no era suficiente para regular las emisiones de billetes e impulsó reformas en la dirección de aproximar la circulación monetaria a la que hubiera existido en un sistema puramente metálico, adoptando la primera interpretación del precepto de Smith. La Escuela Bancaria estuvo liderada por John Fullarton, James Wilson y Thomas Tooke, para los que la cantidad de pasivos bancarios se regulaba lo suficientemente bien gracias a la convertibilidad y al frecuente reflujo de estos al emisor para ser convertidos en oro, por lo que sus ideas eran más acordes con la segunda interpretación del precepto de Smith.

La primera expresión de las preocupaciones de la Escuela Monetaria por mantener una relación constante entre la cantidad de crédito expedido por los bancos y el oro mantenido en forma de reservas fue la llamada Regla de Palmer. Esta defendía que el Banco de Inglaterra debía mantener constante una cantidad de crédito equivalente a dos tercios de sus pasivos (billetes y depósitos), mientras que el otro tercio debía estar respaldado en todo momento por reservas de oro y, por tanto, fluctuar con las entradas y salidas de oro (Glasner 1989). Pese a no formar parte de los estatutos del Banco de Inglaterra, como en un inicio se pretendía, esta regla se convirtió en su plan de actuación durante las décadas que John Palmer fue su gobernador. Sin embargo, su aplicación no evitó los pánicos bancarios que ocurrieron en la década de los 30, por lo que un aspecto de la regla se convirtió en uno de los principales objetos de crítica de la Escuela Monetaria: la equiparación de billetes y depósitos del Banco de Inglaterra, que consiguió que las entradas y salidas de oro no se plasmasen en aumentos y reducciones de la cantidad de billetes en circulación, sino que afectaran sobre todo al volumen de los depósitos.

A este respecto, Torrens definió el dinero como todo medio de cambio o unidad de valor que tenga “*poder último de pago*”, es decir, que sea aceptado por la gente como medio de pago final y, por tanto, sirva para cerrar transacciones. Esta definición le sirvió como base para atacar la equiparación entre depósitos y billetes ya que “*the successive purchases effected by the bank-notes are final purchases*” mientras que, en el caso de los depósitos, “*until the cheque is honoured, the whole of the transactions of which it was the medium remain unsettled*” (Torrens 1857, 10). Mucho más acertados estuvieron los autores de la Escuela Bancaria que, aunque coinciden con esta definición de dinero, critican la artificial separación que sus rivales establecían entre billetes y depósitos,

siendo ambas formas de crédito. Estos últimos vieron claramente que los billetes, al igual que los depósitos, no poseen poder de pago último por ser deuda pagadera en oro, siendo este metal el único dinero del sistema mientras que el resto son medios crediticios. Que los billetes sean una forma de deuda más aceptada como medio de pago que otros instrumentos no los convierte en dinero, ya que en épocas de desconfianza sus tenedores sí tienden a reclamar su conversión en oro.

Utilizando un análisis excesivamente centrado en la oferta, similar al de los bullionistas radicales, los defensores de la Escuela Monetaria creían que el trato igualitario entre billetes y depósitos de banco sabotaba el mecanismo de flujo especie-dinero. Según ellos, si una balanza comercial desfavorable que provoque salidas de oro del país no iba acompañada de una inmediata reducción en la misma cuantía de los billetes y, en su lugar, era absorbida por los depósitos, tanto la cantidad de dinero en circulación como los precios del país no se alterarían, lo que evitaría que este déficit comercial se autocorrigiese. La primera conclusión que estos autores extraían de este razonamiento era que la circulación adquiriría un carácter pro-cíclico, alargando de forma artificial los períodos de expansión y los de depresión. La segunda era el regreso de los temores mercantilistas sobre la pérdida del oro de un país, como muy bien expresaba Samuel Loyd: *“if the paper circulation be not contracted in correspondence with the decrease of the bullion, [...] there can be no security that the bullion may not be entirely drained out”* (Loyd 1844, 18). Este razonamiento, sin embargo, ignora la demanda de atesoramiento de los agentes o asume que es constante. Es justamente el hecho de que la demanda de atesoramiento por parte de los agentes varía lo que evita que el mecanismo de flujo-especie de actúe de forma inmediata, incluso en una sociedad cuya circulación sea totalmente metálica. Por un lado, pueden ocurrir entradas de oro que vayan a los saldos de tesorería y que, por tanto, no aumenten los precios. Por otro, pueden ocurrir salidas de oro y que los agentes mantengan su nivel de gasto con el dinero que tengan atesorado, evitando que bajen los precios<sup>4</sup>.

Pero la Escuela Bancaria no solo alegó que el ajuste del mecanismo de flujo-especie era imperfecto incluso en ausencia de pasivos bancarios, sino que defendió que ni siquiera era deseable que actuase de forma perfecta ya que provocaría ajustes demasiado bruscos en la circulación interna. Estos argumentaban que transitoriamente se pueden dar déficits

---

<sup>4</sup> La lógica subyacente tras este fenómeno es la misma que tras la hipótesis de la renta permanente de Friedman: los agentes tratan de estabilizar su consumo a lo largo del tiempo, en este caso empleando sus saldos de tesorería para amortiguar los cambios bruscos del circulante.

y superávits en la balanza comercial sin que ello indique un exceso de circulante en el país: por ejemplo, si Inglaterra le vende ropa de verano a Francia y esta le vende ropa de invierno a Inglaterra, Inglaterra tenderá a acumular superávits en verano que se compensarán con déficits de invierno. Una de las funciones del atesoramiento es precisamente suavizar estos cambios bruscos en la demanda de los agentes y, por tanto, en la circulación interna de un país a la espera de que los superávits futuros compensen los déficits pasados— en un sistema donde la mayoría de los pagos se efectúan con medios crediticios, son las reservas de oro de la banca las que tienen este cometido. Estos autores, por tanto, creían que la cantidad de billetes en circulación no debía modificarse con cada pequeña variación exógena de la cantidad de oro, sino que debía adecuarse a las necesidades del comercio, dejando los ajustes del circulante como medida excepcional en caso de ocurrieran desajustes estructurales (Thornton 1802).

Otra consecuencia de concebir los billetes como sustitutos perfectos del oro fue atribuir a los bancos la capacidad casi absoluta de crear nuevo dinero y, por tanto, de distorsionar los precios hasta que el deseo de la población de convertir esos billetes en oro les obligase a auto-limitarse. Aquí, los integrantes de la Escuela Bancaria volvieron a apelar a la demanda como factor regulador de la actividad bancaria y que estaba siendo despreciado por sus rivales. Al fin y al cabo, la capacidad de los bancos de aumentar o mantener su crédito en circulación depende, en última instancia, del deseo de la población de endeudarse: si los agentes no querían endeudarse, no existirían letras comerciales que descontar por los bancos. De forma similar, los bancos tampoco podían restringir de forma prolongada la circulación de crédito, ya que los billetes y depósitos son solo un tipo de crédito, existiendo otras muchas formas de crédito no bancario que podían ser usadas por los agentes si estos deseaban endeudarse — por ejemplo, las letras de cambio. Este razonamiento, siendo totalmente válido, llevó a la Escuela Bancaria a uno de sus fallos más graves: defender que, mientras se mantenga el régimen de convertibilidad, no se podrá producir ninguna sobre-emisión billetes duradera que distorsione la estructura productiva.

A este respecto, John Fullarton acuñó la llamada “*ley del reflujo*”, que establece que todo exceso de billetes tenderá a revertirse en el corto plazo ya que, si los agentes acaparan más billetes de los que necesitan, harán alguna de las siguientes operaciones: los re-depositarán en el banco, obteniendo con ello intereses; amortizarán parte de sus deudas con el banco, ahorrándose el pago de intereses; o los convertirán en oro. Por cualquiera de estas vías, el exceso de billetes refluía al banco, desapareciendo de la circulación

(Fullarton 1844). Si bien esta idea demostraba una mayor comprensión sobre el funcionamiento del crédito que la de sus rivales – que solo aceptaban la tercera vía como forma de reducir el exceso de circulante – caía en un error colosal al suponer que esta “ley” era universalmente válida en lugar de estudiar qué marco institucional debía establecerse para que este reflujo eliminase de forma efectiva el exceso de billetes.

Este era justamente el cometido de la RBD que, hasta este punto, había sido continuado por los economistas de la Escuela Bancaria: descubrir qué cualidades debían tener los activos descontados por los bancos para no generar endógenamente sobre-emisiones que degeneren en pánicos bancarios y crisis financieras. En un intento por tumbar todos los argumentos de sus rivales, estos economistas se separaron de los términos cualitativos en que el escocés planteó su teoría del crédito y vieron la sobre-emisión como algo meramente cuantitativo. De hecho, si los bancos se dedicaban únicamente a descontar efectos comerciales a corto plazo contra bienes presentes altamente demandados por los consumidores –es decir, siguiendo la RBD– la ley del reflujo tiene plena validez y, por tanto, no se pueden dar sobre-emisiones, pero también podía ocurrir que los bancos emitiesen un exceso de billetes con cargo a activos futuros o de alto riesgo. Para los billetes surgidos de la aplicación de la RBD no puede existir sobre-emisión pues los agentes que no quieran mantenerlos atesorados los convertirán en un depósito a corto plazo (coincidiendo aproximadamente con el vencimiento de las letras que respaldan los billetes y, por tanto, dando un margen de tiempo suficiente para que las letras se amorticen) o los utilizarán para amortizar anticipadamente las deudas que tienen con el banco (que estarán derivadas del descuento de letras reales a corto plazo pues, como hemos dicho, estamos suponiendo que el banco sigue los preceptos de Smith), manteniendo en ambos casos la liquidez del banco y no existiendo un descalce importante de plazos o riesgos.

Por el contrario, como expone Juan Ramón Rallo en la siguiente cita, cuando los bancos utilizan sus depósitos para financiar inversiones arriesgadas o con plazos muy largos este reflujo no sirve para salvaguardar la liquidez del banco y, por tanto, no puede evitar sobre-emisiones que pongan en peligro sus reservas:

*“Por un lado, que los billetes nacidos del descuento de activos ilíquidos se redepositen en el banco sólo cambia la forma concreta del pasivo bancario, pero no interrumpe la financiación que el banco no debería estar prestando a esos activos a largo plazo o de alto riesgo; por otro, que los billetes nacidos del descuento de activos ilíquidos se empleen para saldar otras líneas de crédito previamente extendidas por el banco sólo equivale a que unos deudores del banco paguen sus deudas gracias al nuevo, imprudente e insostenible*

*endeudamiento de otros deudores, sin que, por tanto, se interrumpa la financiación agregada a proyectos empresariales con plazos y riesgos demasiado prolongados e intensos.”* (Rallo 2012)

Sin embargo, hubo un economista de esta escuela, James Wilson, que continuó de forma más consistente que sus contemporáneos la teoría del crédito de Smith:

*“Strictly speaking, a perfect banking security should combine ultimate safety, a certainty of payment on a specified and not distant day, a capability of being converted into money in case of unexpected emergency, and a freedom from liability to depreciation. [...] On the whole, the first class of bills of exchange may be said to possess all the requisites of a perfect banking security in a degree superior to any other. [...] In short, more strictly speaking, bills of exchange may be termed the only security in which bankers can with propriety absolutely invest their deposits”* (Wilson 1859, 25-26).

A este autor le preocupaba que la banca no limitase sus depósitos a invertir en estos activos, sino que se destinasen a financiar proyectos más arriesgados o a largo plazo. Esto, según Wilson, provocaba una sobreinversión en capital fijo mientras que los bienes de consumo devenían escasos, ya que de este capital circulante erróneamente invertido depende *“the continued reproduction of commodities of every day use”* (ibid. 88). También pudo ver que, hasta que se detectasen esos errores empresariales, el país gozaría de una aparente gran prosperidad que, sin embargo, pronto desaparecería por tener que liquidar estos proyectos de forma prematura<sup>5</sup>. Lo único que le faltó para completar este razonamiento fue ligarlo con la idea del reflujo de Fullarton para concluir que, solo cuando se invertían los depósitos bancarios en estos activos de gran calidad, se podía asegurar que todo exceso de billetes refluiría al banco.

El hecho de que las decisiones bancarias sobre en qué activos invertir sus depósitos distorsione la estructura productiva y financiera conlleva que los bancos no tenían un papel tan pasivo en la creación de medios de pago como los autores de la Escuela Bancaria le atribuían. Es cierto que la demanda crediticia de la sociedad es fundamental a la hora de determinar la cantidad de crédito que los bancos pueden emitir, pero estos pueden deteriorar las condiciones de este crédito –por ejemplo, creando un mayor volumen de billetes con cargo a proyectos de inversión a largo plazo que les permita reducir los tipos de interés– e inducir a los agentes a demandar estos pasivos en exceso.

---

<sup>5</sup> Nótese la gran semejanza entre este planteamiento y el Proceso Acumulativo de Wicksell o la Teoría Austriaca del Ciclo Económico, desarrollada poco más de medio siglo más tarde por Mises y Hayek y que en el punto 5 describiremos.

A pesar de esta serie de fallos en su razonamiento, estos economistas alcanzaron una amplia comprensión de los fenómenos monetarios y financieros para su época, haciendo críticas muy oportunas a la Escuela Monetaria. Sin embargo, fue el pensamiento de esta última el que se trasladó al terreno político con la aprobación de la Bank Charter Act of 1844, más conocida como la Ley de Peel, sin apenas oposición en el Parlamento<sup>6</sup>. Esta ley tenía como objetivo que la circulación de billetes en Gran Bretaña se comportase como lo habría hecho una circulación totalmente metálica, para lo cual reforzaba el monopolio del Banco de Inglaterra sobre la emisión de billetes y se dividía este en dos departamentos diferentes. Por un lado, el Departamento de Emisión, que tendría una parte constante de sus billetes emitidos contra activos descontados y otra parte variable que debía estar respaldada por oro y que, por tanto, fluctuaría con las entradas y salidas de oro del país. Por otro lado, el Departamento Bancario, que se dedicaría a descontar activos mercantiles y mantendría sus reservas en billetes emitidos por el primero. Si alguien quería obtener oro para importar bienes del exterior, debía convertir sus depósitos del Departamento Bancario en billetes del Departamento de Emisión y, posteriormente, dirigirse a este último para convertirlos en oro. La necesidad del Departamento Bancario de mantener parte de sus reservas en billetes que no podía emitir él mismo garantizaba que toda conversión de sus depósitos en billetes por parte de los clientes tuviese que ir seguida por una liquidación similar de sus activos en el mercado que retirase de la circulación esa misma cantidad de billetes y aumentase los tipos de interés, favoreciendo la entrada de oro (Glasner 1989).

Esta medida fue duramente criticada por los teóricos de la Escuela Bancaria, que creían que la necesidad del Departamento Bancario de liquidar activos cada vez que se redujesen sus reservas de billetes produciría ajustes violentos en los precios y tipos de interés. Estos ajustes podían llegar a ser contraproducentes, ya que una reducción de la cantidad de billetes con motivo de las salidas de oro, aunque fueran de carácter temporal y por causas exógenas, podía llevar a los agentes a transformar sus depósitos en billetes para continuar con sus transacciones habituales, obligando a este departamento a liquidar una mayor cantidad de activos, consolidando la carestía de billetes y generando pánicos bancarios que le llevasen a suspender pagos. De hecho, esta medida no sólo no acabó con las crisis bancarias, sino que, en las décadas

---

<sup>6</sup> Como apunta Daugherty, la falta de oposición probablemente se deba a que las críticas de la Escuela Bancaria se iniciaron apenas unos años antes de que ésta fuese aprobada (Daugherty 1942).

posteriores, cada vez que ocurría una se hacía necesario suspender temporalmente la Ley de Peel, como ocurrió en 1847, 1857 o 1866 (Daugherty 1943).

Como también adelantó la Escuela Bancaria, la restricción de una forma de crédito cuando la demanda de crédito de la sociedad aumentaba solo lleva a que se sustituya este por otras formas de crédito diferentes. Como ilustró Hartley Withers en el prólogo a la duodécima edición de *Lombard Street* de Walter Bagehot, autor que tendremos ocasión de tratar en el siguiente epígrafe, los billetes de banco habían dejado de ser el principal medio de pago de Inglaterra, siendo sustituidos en casi todas sus transacciones por los cheques:

*“But now that it is more clearly perceived that the money of England is the cheque, which can be multiplied to an extent which is only limited by the prudence of bankers and the security that their customers may be able to provide, and that the Bank of England note is chiefly used as a part of the banking cash reserve”*(Withers 1915).

La primera gran idea que podemos extraer de este debate es la distinción entre dinero y crédito. Como hemos tratado de mostrar anteriormente, para la tarea que nos compete lo más adecuado es definir el dinero como aquel medio de cambio generalmente aceptado que tenga poder de pago último, mientras que el crédito englobaría a todas aquellas promesas de entregar dinero, esto es, aquellos que sirven para retrasar el pago último. Si bien es cierto que podemos establecer jerarquías más complejas entre dinero y crédito<sup>7</sup> (Mehrling 2013), esto haría necesario recurrir en última instancia a la distinción entre *“outside money”* e *“inside money”* (Gurley and Shaw 1960), que es la que ya establecimos en el epígrafe anterior cuando hablamos de activos monetarios reales como el oro (*“outside money”*) o activos monetarios financieros como los depósitos o los billetes de banco (*“inside money”*) –la idea que subyace estos conceptos es la misma que hay detrás de nuestra distinción de dinero y crédito. Si el lector prefiere una definición más amplia de dinero, que sepa que esto no afecta al análisis de fondo de este trabajo y que en lo sucesivo al hablar de dinero nos referiremos a aquel dinero que posee poder último de pago por ser un activo que a su vez no es el pasivo de ningún otro agente.

La segunda gran aportación de este debate es la idea de que, mientras que el dinero último es escaso, el crédito es elástico y bajo determinadas condiciones es lo suficientemente flexible como para facilitar los intercambios de bienes y servicios en

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, la distinción moderna de los agregados monetarios: M1, M2, M3, etc.



la economía –esto es, adecuarse a las necesidades del comercio– sin llegar a distorsionar de forma duradera la estructura productiva de la sociedad –es decir, no dando lugar a sobreemisiones de crédito de forma sistemática o que aquellas que se den *refluyan* en el corto plazo al sistema bancario.

Este enfoque nos permite entender la RBD como una teoría que trata de descubrir qué tipo de crédito posee esta flexibilidad en su grado más alto y en qué condiciones institucionales puede establecerse como el principal sustituto monetario.

### 3.3. Banca central o banca libre

De manera simultánea a las dos controversias anteriores e involucrando en mayor o menor medida a economistas de todas las escuelas tratadas, se llevó a cabo el debate sobre si la emisión de billetes debía corresponder a un banco central en régimen de monopolio estatal o si, por el contrario, el mercado era capaz de proveer de forma eficiente los medios de pago. De los tres debates acaecidos en el siglo XIX, este es el que más se prolonga en el tiempo y el espacio, recibiendo importante atención durante buena parte del siglo XX y extendiéndose por el resto de Europa y América. La posición de Smith a este respecto dejaba pocas dudas, ya que planteó su teoría en uno de los sistemas bancarios menos intervenidos que se recuerdan –la Escocia del siglo XVIII– y explicitó su apoyo a dicho marco institucional:

*“The late multiplication of banking companies in both parts of the United Kingdom, an event by which many people have been much alarmed, instead of diminishing, increases the security of the public. It obliges all of them to be more circumspect in their conduct, and, by not extending their currency beyond its due proportion to their cash, to guard themselves against those malicious runs which the rivalship of so many competitors is always ready to bring upon them. [...] In general, if any branch of trade, or any division of labour, be advantageous to the public, the freer and more general the competition, it will always be the more so”* (Smith [1776] 1976, 329).

Sin embargo, si los preceptos bancarios de la doctrina de Smith eran tan simples, es lógico preguntarse si no se respetarían más estos principios cuando fuera una agencia monopolista que llevase a cabo la emisión de pasivos bancarios y que regulase fuertemente la actividad del resto de instituciones financieras.

Aunque en este debate se tratan multitud de temas<sup>8</sup>, nosotros vamos a centrarnos en los aspectos que tocan de forma más directa a la RBD, a saber: si la actitud de los bancos en ausencia de injerencia estatal sería lo suficientemente prudente, si se necesita un prestamista de última instancia y si el control es más fácil cuando la emisión ocurre de forma centralizada.

### 3.3.1. ¿Se darían sobre-emisiones?

El argumento central de los defensores de la banca libre es que en un mercado libre los incentivos de los agentes tienden a corregir rápidamente las sobre-emisiones de pasivos bancarios. El autor que más claramente elaboró dicho argumento fue Henry Parnell:

*“After the principle of profit establishes in a country a number of banking companies with large capitals, each bank will daily have paid into it the notes of some other banks; but no bank will reissue these notes, because it would be throwing away, by doing so, the opportunity of making profit by issuing its own notes. The banks will therefore be driven to exchange the notes so paid in with each other; and every bank that has a balance against it will be under the necessity of paying the amount of that balance in gold, because the bank that has to receive payment will stand in need of all the gold it can procure to carry on its own business”* (Parnell 1829, 86-87).

Dicho de otro modo, tan pronto como un banco reciba billetes de otro banco tiene incentivos para reclamar su pago en oro<sup>9</sup>, por lo que cada banco debe atesorar el suficiente efectivo para afrontar sus pagos. Si dos bancos emiten billetes por valor de 5.000 libras y cada banco acaba recibiendo los billetes del contrario, cancelarán sus deudas entre sí. Si uno de ellos emite 5.000 libras adicionales el otro banco no tardará en exigir la convertibilidad de esas 5.000 libras en oro, obligación a que solo podrá cumplir si cuenta con reservas de oro o efectos comerciales a corto plazo de suficiente calidad<sup>10</sup>. Si este banco no cuenta con estos activos para hacer frente a su obligación —es decir, ha llevado a cabo una sobre-emisión de billetes— se enfrentará al descrédito en el mercado y se verá

---

<sup>8</sup> Por ejemplo, si los bancos en un mercado libre tenderían a estar o no infracapitalizados o si los intereses de los accionistas y el interés público coinciden en ausencia de intervención estatal.

<sup>9</sup> En un planteamiento con un sistema financiero más complejo los bancos no tendrían que intercambiar oro entre sí de forma tan frecuente, sino que estos intercambios se producirían de forma periódica a través de las cámaras de compensación, donde saldos deudores y acreedores entre bancos se compensarían entre sí y solo se transferiría oro por los saldos netos. Esto, sin embargo, no afecta al argumento principal, ya que la periodicidad de estas compensaciones limitaría del mismo modo la sobre-expansión de billetes.

<sup>10</sup> Para los defensores de la RBD estos títulos serían letras reales a corto plazo, pero históricamente también se han usado títulos de deuda de las cámaras de compensación como medio de pago en el mercado interbancario. Como encajan estos dos títulos dentro de la misma categoría se entenderá en la siguiente sección con la explicación del concepto de liquidez de Menger.

obligado a contraer su crédito rápidamente. Esta idea de las compensaciones desfavorables o “*adverse clearings*” (Selgin 1987) es la idea central de los defensores de la banca libre, ya que muestra como en ausencia de injerencia estatal existe un mecanismo automático y rápido que ajusta la oferta de crédito bancario a su demanda.

Esta idea choca frontalmente con la tendencia natural de los bancos a sobre-emitir que identificaban algunos defensores de la banca central monopolista, argumentando que (1) los bancos que sobre-emiten crédito tienden a expulsar a los prudentes por cuanto aumentan su cuota de mercado mientras que los costes de la salida de oro son compartidos por todo el sistema, y que (2) el mecanismo automático de ajuste que mostraban los partidarios de la banca libre no actuaba cuando todos los bancos expandían su crédito simultáneamente, ya que los saldos deudores y acreedores de todos los bancos incrementarían en la misma cuantía y, por tanto, ninguno de ellos se enfrentaría a demandas extraordinarias de oro.

Este primer argumento fue claramente expuesto por John Ramsey McCulloch en un ejemplo en el que 10 bancos emiten 1.000.000 de libras cada uno y uno de ellos decide incrementar sus emisiones a 2.000.000 de libras. Esta sobre-emisión repercutirá en un aumento de la conversión de pasivos bancarios en oro que afectará a todos los bancos por igual ya que los comerciantes no pueden diferenciar entre unas notas y otras, llegando a un nuevo equilibrio en el que el último banco ha mantenido en circulación 1.818.000 libras en circulación y el resto ha reducido su circulación a 909.000 libras (McCulloch 1831, 48). Este fenómeno, de ser cierto, supondría una expulsión de los bancos prudentes por parte de aquellos que sobre-emiten pasivos, debilitando fuertemente la posición favorable a la banca libre. De hecho, este argumento ha sido aceptado por una gran cantidad de economistas durante aproximadamente un siglo, ya que no se ofreció una contrarréplica lo suficientemente desarrollada a este argumento hasta 1936 por Vera Constance Smith. Esta autora señala que el fallo de este argumento consiste en suponer que todas las deudas bancarias son pagadas simultáneamente. Partiendo de una situación de equilibrio en la que el crédito bancario coincide con su demanda y, por tanto, todas las letras reales a corto plazo y de bajo riesgo disponibles al tipo de descuento del mercado han sido descontadas, si uno de estos bancos pretende incrementar sus pasivos a corto plazo deberá hacerlo descontando activos con un vencimiento más tardío o más arriesgados. Siguiendo el ejemplo anterior, si los nuevos activos por valor de 1.000.000 del banco imprudente vencen en 3 años y los activos de nueve bancos restantes vencen en 3 meses, el banco imprudente acumulará saldos desfavorables en la cámara de

compensación en el corto plazo, abocándole a una suspensión de pagos antes de que el vencimiento de sus activos le permita compensar estos saldos (V. C. Smith 1936). Algo similar ocurre cuando esta expansión se realiza a costa de incrementar el riesgo de los activos en lugar de su plazo, ya que una menor cantidad de activos se acabarán cobrando, lo que creará saldos negativos con otros bancos.

El segundo argumento contra el mecanismo auto-regulador de las emisiones en un mercado libre consistía en que, si todos los bancos incrementan sus emisiones simultáneamente y en la misma cuantía, sus saldos deudores y acreedores en la cámara de compensación aumentarían en la misma proporción, por lo que dicho mecanismo no actuaría y la sobre-emisión se consolidaría. Los defensores modernos de la banca libre, entre los que podríamos destacar a Lawrence White y a George Selgin, contraargumentan que incluso cuando el saldo neto medio entre bancos sea cero los bancos aún tendrían que mantener reservas debido a que los saldos de cada compensación en un periodo dado varían. Estos autores han tratado de mostrar que si todos los bancos expandieran sus balances simultáneamente y en la misma proporción –ya sea como resultado de errores empresariales o por la creación de un cartel–, aunque la media de los saldos netos seguiría siendo cero, su varianza dentro del mismo periodo aumentaría ya que los billetes de cada banco no tienen por qué volver a sus manos al mismo ritmo. Los bancos que transitoriamente reciban una menor cantidad de billetes de otros bancos de la que le exigen el resto, se verán obligados a incrementar sus reservas o liquidar su balance para hacer frente a esas salidas de caja. Con que solo uno de estos bancos aplique estas medidas, este comenzará a acaparar saldos netos positivos con respecto al resto de bancos, forzando a estos a que reduzcan sus pasivos al nivel previo a la sobre-emisión (Selgin 1987).

Por tanto, hay razones para pensar que un sistema bancario en el que no existe un monopolio estatal sobre la emisión tiende a ser lo suficientemente prudente como para evitar las sobre-emisiones, ya que los propios incentivos del mercado llevan a los agentes a procurarlo. Cuando la emisión de billetes –o cualquier otra forma de crédito usada como medio de pago– se monopoliza por una entidad, todos los bancos no emisores deben mantener una parte de sus reservas en forma de estos, ya que existe una parte de la demanda de estos pasivos que no puede sustituirse por otros instrumentos como los depósitos y, por tanto, serán demandados por los clientes de dichos bancos. Esto provoca que dichos activos sean tratados como reserva y medio de saldar deudas entre sí por los bancos y, por tanto, no tengan incentivos para pedir su convertibilidad en oro, por lo que

este mecanismo automático deja de actuar. Por ello, en un sistema financiero en el que la emisión de algún pasivo se halle monopolizada es necesario que exista alguna regla para regular estas emisiones que en un sistema de banca libre no sería necesario. Como en la mayoría de asuntos de nuestra ciencia, no existe un consenso teórico en torno a qué regla debe usarse, pero algunas de las más discutidas son: que estos pasivos se muevan en la misma proporción a las entradas y salidas de oro<sup>11</sup>, incrementar estas emisiones a una tasa constante coincidente con la tasa del crecimiento medio del output, establecer un objetivo de inflación y emitir aquella cantidad que nos acerque al objetivo, incrementar o reducir las emisiones de forma discrecional para alcanzar otros objetivos de carácter político y económico –por ejemplo, el pleno empleo– o emplear la RBD como guía de qué activos pueden ser usados como contrapartida para emitir estos pasivos. Aunque en epígrafes posteriores volveremos a hablar sobre ello, es interesante observar que lo que distingue a la última regla de las anteriores es que no tiene un carácter cuantitativo, sino que pone su atención en qué cualidades deben tener los activos descontados para replicar el resultado que se tiende a conseguir en la banca libre: que la oferta de medios de pago se adecúe a su demanda.

### 3.3.2. *La necesidad de un prestamista de última instancia*

Como los partidarios del monopolio del Banco de Inglaterra apuntaron, aun cuando las emisiones se realizasen de forma más eficiente y prudente bajo un sistema de banca libre, es inevitable que determinados bancos cometan errores que provoquen su suspensión de pagos. En estos momentos no es solo dicho banco el que está en peligro, sino que la credibilidad de todo el sistema bancario – incluso de aquellas entidades que han llevado a cabo una emisión prudente – se puede ver perjudicada, existiendo el riesgo de que los clientes de todos los bancos corran a convertir sus billetes y retirar sus depósitos. Es en estos momentos en los que se hace patente la necesidad de un organismo que provea de liquidez a todo el sistema e impida la quiebra masiva de entidades. Los dos autores que de forma más temprana y completa desarrollaron este argumento fueron Henry Thornton y John Ramsey McCulloch, sobre los cuales ya hemos tenido ocasión de hablar:

*“If any one bank fails, a general run upon the neighbouring one is apt to take place, which if not checked in the beginning by a pouring into the circulation a large quantity of gold, leads to very extensive mischief. [...]*

---

<sup>11</sup> Esta es la regla defendida por los economistas de la Escuela Monetaria, tratada en el epígrafe anterior.

*The country banker, in case of alarm, turns a part of the government securities, bills of exchange, or other property which he has in London, into Bank of England notes, and those notes into money. [...] The Bank of England has, therefore, to supply these occasional wants of the country banker; and, in order to be fully prepared to do this, it has, ordinarily, to keep a quantity equal to that of the notes liable to be extinguished”* (Thornton 1802, 180).

*“But were there various banks issuing paper in London, then, as no particular bank would incur any sort of general or public responsibility, all of them would act only with a view to their own interest, in the literal and most contracted sense of the term. They would not endeavour, like the Bank of England, to provide large supplies of cash and bullion against any emergency”* (McCulloch 1831, 52).

Hubo otros autores que identificaron la misma necesidad de liquidez en tiempos de pánico y, sin embargo, ello no les llevó a defender con menos fiereza las ventajas de un sistema de banca libre. Entre estos economistas vamos a destacar dos autores, Walter Bagehot y Henry Dunning Macleod, que, encontrándose entre los principales partidarios de realizar una política monetaria expansiva en tiempos de desconfianza generalizada, plantearon dos formas diferentes de solucionar dicho problema sin la necesidad de intervención estatal.

Bagehot dedica su obra principal, *Lombard Street*, a estudiar cómo debe de actuar el Banco de Inglaterra, dada su privilegiada posición, durante las crisis de liquidez. Paul Tucker condensa en pocas palabras la recomendación de Bagehot, que durante los últimos siglos se ha convertido en la principal justificación de la función de prestamista de última instancia: *“to avert panic, central banks should lend early and freely (ie without limit), to solvent firms, against good collateral, and at ‘high rates’”* (Tucker 2009). Sin embargo, cree que esta función solo era necesaria por la particular forma que había adquirido el sistema bancario a raíz de la intervención estatal:

*“I shall have failed in my purpose if I have not proved that the system of entrusting all our reserve to a single board, like that of the Bank directors, is very anomalous; that it is very dangerous; that its bad consequences, though much felt, have not been fully seen [...]. We are so accustomed to a system of banking, dependent for its cardinal function on a single bank, that we can hardly conceive of any other. But the natural system—that which would have sprung up if Government had let banking alone—is that of many banks of equal or not altogether unequal size”* (Bagehot [1873] 1917, 65-66).

Desde su punto de vista, en un sistema con una gran cantidad de bancos todos ellos tienen mayores incentivos a mantener amplias reservas y los bancos prudentes podrían hacer frente a las extraordinarias demandas de conversión a corto plazo derivadas de pánicos bancarios, recuperando rápidamente la confianza y sin ser necesario que unos

bancos ayudasen a otros en momentos de crisis. De hecho, Bagehot encuentra una contradicción entre la función de “*lender of last resort*” y la de reserva de liquidez que se le atribuye al banco central:

*“it is a serious difficulty that the same bank which keeps the ultimate reserve should also have the duty of lending in the last resort. The two functions are in practice inconsistent – one prescribes keeping money, and the other prescribes the parting with money; and no ingenuity can in critical situations fulfill both”* (Bagehot 1866a).

Por tanto, aunque Bagehot realiza un importante esfuerzo por descubrir cuál debería ser el comportamiento óptimo de un banco central monopolista, cree que un sistema de banca libre con reservas descentralizadas podría hacer frente mucho mejor a las situaciones de pánico bancario.

Macleod, por su parte, en su obra *The theory of credit* se dedica a estudiar cómo respondió el Banco de Inglaterra durante los 140 años anteriores a las crisis financieras e identificó una tendencia clara: en aquellos momentos en que el banco central aplicaba una política similar a la propuesta por Bagehot, las crisis se solventaban sin poner en riesgo el sistema financiero; a diferencia de lo que ocurría cuando la respuesta de dicho banco era restringir el crédito, en las que finalmente se veía abocado a la suspensión de pagos o muy cerca de ella. Sin embargo, la alternativa que ofrece a un sistema de banca central monopolística es radicalmente diferente a la propuesta de Bagehot. Este autor creía que de forma natural en el mercado existen incentivos a concentrar todas las reservas en determinadas entidades –principalmente las cámaras de compensación– y que serían estas las que actuarían como prestamista de última instancia y evitarían los pánicos bancarios porque tienen incentivos para ello:

*“If banking had been allowed to develop itself in England in its natural course, as it did in Scotland, there would have been a considerable number of Joint Stock Banks in London, who would have established a clearing house”* (Macleod 1897, 1104).

Con respecto a la crisis financiera de 1890 escribe:

*“The system of Banking ought to be an aristocratic republic. All Banks ought to act together as they wisely did in 1890. The Bank of England, under present circumstances, is quite incompetent to support the whole banking and mercantile interests, as it used to have to do in former times. The Banks must unite to support the mercantile community as they did for the first time in the recent crisis, and to be able to do this effectually they should be on an equality”* (Macleod 1897, 1112).

De hecho, existen ejemplos paradigmáticos en la historia reciente de cómo en sistemas con amplia libertad bancaria aparecen entidades que tienden a concentrar gran parte de

las reservas y que dotan de estabilidad al sistema bancario en épocas de estrés financiero. Un gran ejemplo lo encontramos en el siglo XIX en Estados Unidos donde, en una situación de caos monetario y desconfianza en los bancos provinciales debido a las sobre-emisiones de algunos de ellos, un grupo de comerciantes se asocian para formar el Banco de Suffolk, que en pocas décadas se convierte en la cámara de compensación de gran parte de Nueva Inglaterra. Éste solo otorgaba membresía a aquellos bancos que mantuviesen suficientes reservas en sus arcas como para hacer frente a sus pasivos y su gran reputación provocó que los billetes de aquellos que sobre-emitían y que, por tanto, no eran miembros del Banco de Suffolk, dejaran de ser aceptadas en la circulación y estos bancos dejasen de recibir financiación. Como apuntó Rothbard:

*“there is some evidence that New England banks were not as susceptible to disaster during the several banking panics during that time. In the panic of 1837, not one Connecticut bank failed, nor did any suspend specie payments. All remained in the Suffolk system. And when in 1857 specie payment was suspended in Maine, all but three banks remained in business.”* (Rothbard 2002, 121).

### 3.3.3. ¿El monopolio facilita el control de las emisiones?

Como ya tratamos anteriormente, la necesidad de saldar pagos en oro de forma frecuente entre los bancos impone un control efectivo sobre las emisiones de cada uno de ellos. Además, que el control de los efectos comerciales que se descuentan sea descentralizado facilita el acceso a la información local para discriminar entre buenos y malos efectos.

Por otro lado, si una correcta emisión de crédito depende del cumplimiento de unas reglas fijas, es lógico pensar que este se podrá controlar mejor cuando es una única entidad la que realiza dicha actividad. Como explicaba Samuel Lloyd:

*“For maintaining the value of the paper-money thus substituted for the precious metals, it is absolutely necessary that those who issue that money should regulate the amount of it by a steady and uncompromising adherence to a certain and defined rule. It seems obvious that the obligation to do this can be more effectually imposed upon one than upon a multiplicity of issuers.”* (Lloyd 1837, 49).

Sin embargo, esta línea de razonamiento incurre en dos problemas: 1) las reglas para determinar la cantidad de pasivos a emitir no están dadas; 2) el banco central solo tiene un control indirecto e imperfecto de las emisiones de crédito de otros agentes.

Con respecto a la primera cuestión, se manifestó de forma muy acertada Bagehot:

*“Credit is an opinion generated by circumstances and varying with those circumstances. The state of credit at any particular time is a matter of fact only*



*to be ascertained like other matters of fact; it can only be known by trial and inquiry. And in the same way, nothing but experience can tell us what amount of 'reserve' will create a diffused confidence; on such a subject there is no way of arriving at a just conclusion except by incessantly watching the public mind, and seeing at each juncture how it is affected.”* (Bagehot 1917, 304).

Es decir, la cantidad de reservas a mantener o cuantos activos descontar no es algo que pueda determinarse *ex ante*, sino que se descubre en cada momento y lugar mediante la competencia en el mercado. La ventaja de la competencia descentralizada es, precisamente, que tiende a crear los incentivos y las condiciones adecuadas para descubrir la mejor forma de realizar una tarea que, en este caso, es adaptar el crédito a las necesidades de los agentes.

Además, incluso si las emisiones crediticias pudieran controlarse siguiendo unas reglas fijadas de antemano, el único crédito cuya emisión puede controlar de forma directa una entidad monopolística es el suyo –en el caso del Banco de Inglaterra tras la Ley de Peel, los billetes. Sobre el resto del crédito solo puede actuar de forma indirecta mediante su regulación. Sin embargo, como ya apuntaron Bagehot y Herbert Spencer, la regulación de unas formas de crédito solo provoca que los agentes se endeuden de otra forma, generalmente peor:

*“We should have thought that, even without facts, every one might have seen that it is impossible, by Act of Parliament, to prevent imprudent people from doing imprudent things [...]. If the Government forbids one mode of giving credit, they will find another, and probably a worse. Be the degree of mutual trust prudent or imprudent, it must take its course. The attempt to restrict it by law is nothing but a repetition of the old story of keeping out the sea with a fork.”* (Spencer [1854] 1891, 308, 352).

De hecho, el papel que ha jugado el *shadow banking* en la gestación de la última gran crisis financiera muestra como la regulación suele no extenderse a todas las formas de crédito y que, tarde o temprano, los agentes que desean endeudarse de forma imprudente y los que quieren dar crédito en esos términos encontrarán formas alternativas de efectuar contratos. Incluso grandes partidarios de la banca central monopolística y la fuerte intervención financiera como Hyman Minsky se han percatado de estos problemas:

*“In a world of businessmen and financial intermediaries who aggressively seek profit, innovators will always outpace regulators; the authorities cannot prevent changes in the structure of portfolios from occurring”* (Minsky 1986, 281).

### 3.3.4. Las tres interpretaciones de la RBD

Esta controversia entre banca libre y banca central monopolista generó, a su vez, varias interpretaciones distintas de la RBD que conviene examinar.

Por un lado, esta doctrina se puede interpretar como una serie de recomendaciones que, por ser lo suficientemente prudentes, acabarían generalizándose en un mercado libre ya que aquellos bancos cuyos pasivos a la vista no estén respaldados por estos activos cualificados serían expulsados del mercado por la acumulación de saldos negativos en la cámara de compensación. Dicho de otro modo, la RBD es la conducta a la que tiende un sistema de banca libre en el que sus pasivos sean convertibles en oro – o en cualquier dinero que sea un activo real. Los autores que defienden dicha interpretación de la doctrina de Smith enfatizan la necesidad de competencia bancaria a la hora de descubrir qué cantidad y composición<sup>12</sup> de pasivos bancarios demandan los agentes.

Por otro lado, puede entenderse como la regla de política monetaria a seguir por la entidad monopolista en ausencia del mecanismo regulador automático de la banca libre. En caso de que dicha regla se aplique en un régimen de convertibilidad de los billetes en oro, esta regla puede actuar como *proxy* imperfecto de las emisiones que tendrían lugar en un mercado libre, además de que la centralización podría agravar algunos problemas de acceso a la información local y siempre existe el riesgo de que dicha regla de política monetaria se abandone. En caso de que dicha regla se aplique bajo la inconvertibilidad de los billetes, como en el caso actual, esta medida tiene un serio problema que Henry Thornton ya señaló a los antibullionistas y cuya exposición hemos pospuesto hasta este momento por ser solo aplicable a un régimen monetario inconvertible –que no se corresponde con la versión de la RBD planteada por Smith, sino más bien con las ideas monetarias de John Law.

El principal error de la versión planteada por los antibullionistas fue no notar que la demanda de crédito no sólo depende de la cantidad de transacciones reales de una economía, sino que también se ve influida por el nivel de precios. Una situación de inflación en el mercado incrementaría el precio de los activos comerciales sobre los que se llevan a cabo los descuentos y se requeriría un volumen de crédito creciente para financiar la misma cantidad de transacciones. En ausencia de convertibilidad y siguiendo la RBD como única regla de política monetaria, el descuento de todo crédito comercial a

---

<sup>12</sup> Por composición nos referimos a la proporción entre los distintos pasivos bancarios emitidos, es decir, el peso relativo de los billetes, depósitos y otros pasivos a la vista.

corto plazo garantizaría esta financiación creciente y podría consolidar los aumentos de precios, incrementando de nuevo el valor nominal de los nuevos activos a descontar y generando de forma endógena la necesidad de nueva financiación que le lleve a descontar todavía más letras. Este fenómeno, acuñado como *“the vicious cycle of inflation”* (Patinkin 1965) y que describe como la inflación y la demanda de crédito se retroalimentan, sin embargo, no afecta a la RBD en un régimen de convertibilidad en oro por dos motivos: 1) la necesidad de mantener un ratio de reservas en oro lo suficientemente prudente como para no generar un pánico bancario actúa como límite último a la sobreemisión; 2) el nivel de precios a largo plazo de la economía está exógenamente determinado por el coste relativo de producir oro y el resto de bienes que se determina en los mercados internacionales, por lo que se rompe el mecanismo de transmisión de este fenómeno (Humphrey 1982).

Sin embargo, algunos autores han señalado que incluso en un régimen monetario inconvertible como en el que nos encontramos la RBD puede ser útil como guía para determinar los activos a descontar –acompañada de alguna otra regla que limite la cantidad de dinero o la inflación para evitar que se dé una espiral inflacionista (Hortlund 2006).

De estas interpretaciones, la que mejor representa el pensamiento de Smith es la primera, es decir, que estos preceptos se refieren al comportamiento prudente al que los bancos exitosos tenderían de forma natural en un régimen de convertibilidad y libertad bancaria. Sin embargo, de algunos pasajes de su obra también parece extraerse que estos preceptos pueden usarse como regla de política monetaria en un régimen convertible de la moneda, por lo que podríamos decir que de alguna manera ambas interpretaciones se encuentran en Smith. La interpretación de esta doctrina como regla de política monetaria en ausencia de convertibilidad no se encuentra en ninguno de sus escritos, sino que sigue los pasos de la versión planteada por John Law medio siglo antes, y presenta el gran problema que Thornton supo señalar (Tarkka 2019). Por tanto, al hablar de la RBD, conviene notar que esta no es una única línea de pensamiento, sino que existen al menos tres interpretaciones que se pueden hacer de esta idea. De hecho, esto suele ser motivo de confusión entre los críticos de esta doctrina, pues en muchos textos de crítica a las ideas monetarias de Smith la versión que sus autores tienen en mente es la tercera, cuando en la actualidad apenas hay defensores de la RBD que se identifiquen con ella. Por nuestra parte, a lo largo de este trabajo nos hemos estado refiriendo a la primera y la segunda

interpretación, por ser las dos que aparecen en la obra del escocés y por no ser doctrinas claramente inflacionistas, como sí sería la tercera por las razones aducidas.

#### 4. Introduciendo el concepto de liquidez de Menger

En la década de 1870, tres economistas de diferente formación intelectual y sin contacto entre ellos publicaron trabajos con un contenido muy similar, especialmente en lo que respecta a la teoría de la utilidad marginal decreciente, planteando una teoría del valor subjetiva (en contraposición a la teoría del valor-trabajo predominante en la economía clásica) que condicionará toda aportación posterior a nuestra ciencia. De estos tres, Leon Walras y William Stanley Jevons han sido los que mayor influencia han tenido y que más han ayudado a perfilar los métodos de análisis económico que ahora están tan extendidos. Sin embargo, en lo que respecta a la teoría monetaria, Carl Menger desarrolló su propia teoría del origen del dinero que incorporaba el concepto de liquidez y que, como mostraremos en este epígrafe, complementa de forma excepcional a la teoría del crédito smithiana y nos provee de nuevas herramientas para analizar los fenómenos monetarios.

Lo que une a estos tres autores es comprender que el valor de los bienes y servicios no está determinado de forma objetiva, sino que su valor depende de la utilidad que proporciona a los individuos, y que las decisiones económicas de los individuos se realizan en el margen, es decir, sobre las últimas unidades relevantes de stock en lugar de sobre todo su conjunto. Ambas ideas se encuentran condensadas en el siguiente fragmento de Menger:

*“The value of a particular good or of a given portion of the whole quantity of a good at the disposal of an economic individual is thus for him equal to the importance of the least important of the satisfactions assured by the whole available quantity and achieved with any equal portion”* (Menger [1871] 2007, 139).

De este pasaje también se extrae otra idea común de estos tres autores: si los individuos destinan las unidades adicionales de un mismo bien a necesidades menos apremiantes que la anterior, la utilidad marginal de un bien se reducirá conforme el stock del mismo aumenta, *ceteris paribus*. Esto es lo que se conoce como la ley de la utilidad marginal decreciente. Sin embargo, la utilidad de todos los bienes no se reduce en la misma proporción: en particular, aquellos bienes que satisfagan una gran cantidad de necesidades serán muy demandados y su utilidad marginal se reducirá más lentamente que la de aquellos con una demanda esporádica. De esta idea es de la que Menger extrae su concepto de liquidez<sup>13</sup>: son líquidos aquellos bienes cuya utilidad marginal decrece

---

<sup>13</sup> Que algunos autores han traducido como *vendibilidad*, ya que en *On the origin of money*, un resumen de su ensayo *Geld* que decidió publicar en inglés, este concepto se denominó *saleableness* (Menger [1892] 2013).

más lentamente debido a su demanda amplia y constante, por lo que pueden venderse en el mercado en cantidades crecientes sin gran dificultad y sin experimentar grandes pérdidas. Esto se traduce en un menor diferencial entre el precio de compra (*ask price*) y el precio de venta (*bid price*) que en el resto de bienes, así como en un aumento menos violento de esta diferencia cuando incrementamos la cantidad que queremos comprar o vender.

En su artículo *On the origin of money*, el austriaco nos sitúa en una sociedad hipotética anterior al dinero en la que, por tanto, todos los intercambios se realizan mediante el trueque. En un estadio inicial cabe pensar que la mayoría de los individuos realizan intercambios solo por aquellos bienes que necesitan de forma directa y rechazan transacciones que involucren bienes que no necesitan. Sin embargo, como hemos explicado antes, los poseedores de bienes ilíquidos, como podrían ser las obras de arte, rara vez podrá intercambiar estos por aquellos otros que necesitan y si quiere encontrar una contraparte rápidamente es muy probable que tenga que contentarse con recibir una parte muy inferior al valor que hubiera podido conseguir esperando el momento oportuno para el intercambio. Estas particulares circunstancias darían lugar a que muchos participantes del mercado intercambiaran sus bienes ilíquidos por otros más fácilmente vendibles incluso cuando no los necesite, por ejemplo, el individuo anterior podría cambiar las obras de arte por trigo y posteriormente adquirir los bienes que desea con este. Valiéndose del intercambio indirecto *“he gains the prospect of accomplishing his purpose more surely and economically than if he had confined himself to direct exchange”* (Menger 1892). Con esto se conseguiría que aquellos bienes que ya contaban con una gran liquidez (como lo han sido históricamente el trigo, la sal, el algodón o los metales preciosos) sean incluso más fácilmente vendibles ya que hay una parte de la sociedad que, aunque no los necesite de forma directa, está dispuesto a aceptarlos como medio de cambio indirecto. Es decir, la diferencia inicial en el grado de liquidez de las distintas mercancías da lugar a que las mercancías más fácilmente vendibles acaben presentando una liquidez todavía mayor. Si alguna de estas mercancías líquidas presenta las características de un buen dinero es bastante probable que llegue un momento en el que no solo sean aceptadas como contrapartida de los intercambios por un mayor número de personas que el resto de las mercancías, sino que sean aceptadas por todos los

individuos de una sociedad<sup>14</sup>. Es en este punto en el que esa mercancía se ha convertido definitivamente en dinero y sus poseedores no solo tienen una alta probabilidad de adquirir los productos que necesitan, sino que tienen la certeza de hacerlo.

Cuando una mercancía adquiere finalmente la condición de dinero *“this difference in saleableness ceases to be altogether gradual, and must be regarded in a certain aspect as something absolute”* (ibid.). Así, el dinero se consagra como la mercancía más líquida, con una utilidad marginal que decrece a un ritmo menor que la de cualquier otra llegando a ser prácticamente constante, siendo claramente identificada por las costumbres y la jurisprudencia como unidad de cuenta y medio para saldar las deudas de los agentes.

De este razonamiento no se debe concluir que Menger no atribuya al Estado ninguna responsabilidad en la generalización de algunas mercancías como medio de cambio y dinero, como él mismo matiza en su artículo:

*“It is not impossible for media of exchange, serving as they do the commonweal in the most emphatic sense of the word, to be instituted also by way of legislation, like other social institutions. But this is neither the only, nor the primary mode in which money has taken its origin.”* (ibid.).

Tampoco se debe entender que, por no haber estudiado el papel del crédito circulante y de las instituciones financieras que lo articulan, ignore su importancia en la sociedad. En las pocas palabras que le dedica en su obra *Geld*, la cual nunca se tradujo de forma completa al inglés y sí se hizo al castellano, podemos ver que identifica su posición con respecto al crédito con la tradición de la escuela bancaria inglesa:

*“Los bancos de emisión operan como instituciones que sustituyen una parte de la moneda acuñada, de otro modo necesaria, por dinero convertible y por tanto, organizan el sistema monetario de una manera más económica pero en absoluto aumentan necesariamente de forma permanente la circulación de dinero o reducen su demanda total.*

*[...] De este modo, los bancos de emisión, en virtud de la mayor elasticidad que ofrece la emisión de billetes de banco respecto a la de monedas acuñadas en metales nobles, cubren de un modo más efectivo la importante función de adaptar la circulación monetaria a las necesidades variables de medios de circulación que la economía nacional tiene.”* (Menger [1892] 2013, 236).

---

<sup>14</sup> Algunas de estas características serían: (1) la durabilidad y estabilidad de valor, ya que si se va a usar como medio indirecto para adquirir otras mercancías debe mantener su valor hasta el momento en que su poseedor desee realizar el intercambio; (2) la divisibilidad, para facilitar intercambios de diferentes volúmenes de mercancías; (3) homogeneidad y cognoscibilidad, entre otros. Los metales preciosos como el oro o la plata, que en un inicio tenían una liquidez alta debido a que su cantidad disponible era muy escasa con respecto al número de personas que deseaban tenerlos, se acabaron consolidando como dinero en la mayoría de sociedades por presentar, además, todas estas propiedades (Jevons 1876).

De hecho, como vamos a exponer en las siguientes páginas, ha habido varios economistas del siglo XX que han intentado combinar la RBD o las ideas de la escuela bancaria con la teoría del dinero de Menger.

#### 4.1. Teorías del crédito circulante en Estados Unidos

Este concepto de liquidez de Menger se entrelazaba de forma casi automática con la teoría crediticia de Smith, pues las letras que el escocés calificaba como idóneas para ser descontadas por los bancos eran aquellas surgidas de transacciones comerciales sobre bienes altamente demandados, es decir, sobre bienes que el austriaco calificaría de líquidos.

El primer autor en el que podemos ver una ligera unión de estas dos tradiciones fue el americano James Laurence Laughlin. Para este, el poder adquisitivo de una persona no solo consiste en su dinero, sino también en las mercancías más líquidas que posea que, sin embargo, no están exentas de las limitaciones del trueque y, por tanto, necesitan que se emita crédito contra ellas y que sea este crédito el que medie los intercambios:

*“A man’s purchasing power, in any sense in which he can have a vital influence on the prices of things he desires, is measured not by the amount of money he has, but by the amount of his wealth; or to put it more exactly, by that part of his wealth which consists of cash and of immediately saleable goods. Since immediately saleable goods are always a basis of legitimate discounts, it amounts to saying that a man’s purchasing power is limited by the amount of his cash, plus his credit” (Laughlin 1905).*

Tanto Laughlin como su discípulo más importante, Henry Parker Willis, fijaban la distinción entre el crédito comercial y el de inversión justamente en este punto y no tanto en la fecha de vencimiento: el primero representa bienes con un poder de compra presente mientras que el segundo se basa en que su emisor pueda generar beneficios futuros:

*“It is called «commercial» [paper] because it has to do with the operations of trade and commerce and arises out of bona fide transactions. The real and ultimate basis of the operation in such cases is found in the fact that there was a commercial or industrial operation which gave rise to the demand for a loan or accommodation at the bank. This security, taken in the aggregate, is in reality simply the security afforded by the buying power of the population and the general condition of trade and industry as a whole. It is not a kind of security which is dependent upon investment values or earning power in the last analysis, but is a security which is dependent upon consuming power. It is thus directly based upon the capacity of the population to absorb, and pay for, a definite amount of goods which are the products of past operations” (Laughlin 1912, 81)*

*“It [the difference between commercial and investment credit] is a difference in the character of the enterprise that is undertaken. The characteristic*



*enterprise undertaken with the use of commercial paper is that of bringing together consumers and producers, while the characteristic enterprise undertaken by the investment institutions is that of bringing together producers and those who desire income rather than immediate enjoyment of capital.*”(Willis and Edwards 1922, 27)

El pensamiento de estos autores fue dominante en Estados Unidos durante la primera década del siglo XX, llegando incluso a permear en la Federal Reserve Act of 1913, en cuya redacción Willis participó:

*“Any Federal reserve bank may discount notes, drafts, and bills of exchange arising out of actual commercial transactions; that is, notes, drafts, and bills of exchange issued or drawn for agricultural, industrial or commercial purposes”* (Federal Reserve 1913).

Además, estos autores protagonizaron durante varias décadas un debate sobre la validez de la teoría cuantitativa del dinero frente a Irving Fisher, el economista norteamericano más importante de la primera mitad del siglo XX. A pesar de que todos ellos coincidían en la independencia entre las variables reales y nominales, los primeros ponían en duda tanto la exogeneidad de la masa monetaria (M) como la relación causal entre esta y el nivel general de precios (P). El argumento contra la exogeneidad de la masa monetaria es sencillo: en un régimen de patrón oro con acceso a los mercados internacionales se puede exportar e importar oro sin problemas, lo que, junto a la libertad de acuñación existente por aquel entonces en Estados Unidos y otros muchos países, lo convierten en un dinero endógeno. Con respecto a la segunda proposición, Laughlin trató de mostrar que, en ocasiones, los cambios de P anteceden a los de M, en cuyo caso la relación causal no está tan clara. Por ejemplo, los precios en distintos países de la misma mercancía están relacionados por las oportunidades de arbitraje que surgen de su discrepancia, de tal modo que los precios domésticos se ajustarán rápidamente a cambios en los precios exteriores, siendo en este caso los precios los que provocan cambios en la masa monetaria (Girton and Roper 1978).

Sin embargo, el pensamiento que acabó por imponerse fue la teoría cuantitativa de Fisher, que se centraba únicamente en la cantidad de crédito y no concedía importancia a la distinción entre crédito comercial y de inversión que estos autores realizaban ni a sus argumentos a favor de limitar los descuentos bancarios a este primer tipo de crédito, como se aprecia en el siguiente fragmento:

*“These assets [the appropriate assets to be discounted], as already indicated, are largely the notes of merchants, although, so far as the theory of banking is concerned, they might be any property whatever”* (Fisher 1926, 40).

#### 4.2. Los herederos de Smith en Europa

A partir de la definición mengeriana de bienes líquidos podríamos pensar que aquellos agentes económicos que poseen esta clase de bienes en abundancia tienen una posición líquida. De hecho, existen multitud de economistas que entienden que un agente es líquido cuando posee bienes que, por ser muy negociables, pueden ser convertidos rápidamente en dinero sin incurrir en grandes pérdidas. Por ejemplo, Harold Moulton afirma: *“in ordinary times the problem of liquidity is not a problem of maturing loans so much as it is a problem of shifting assets. [...] Liquidity is tantamount to shiftability”* (Moulton 1918). Sin embargo, hubo otros economistas, entre los que destacaremos a Melchior Palyi y Antal Fekete, que trataron de darle una nueva dimensión a este concepto.

Palyi fue un economista húngaro muy inspirado por Menger que, sin embargo, se opuso a que el concepto de liquidez centrado únicamente en la negociabilidad de los activos (o *“shiftability”*) se usase también para analizar cuán líquidos son los agentes, olvidando la importancia que tiene la correspondencia de estos activos con los pasivos del mismo agente. Él considera que denominar a un agente económico líquido basándonos únicamente en si es capaz de liquidar a buen precio sus activos sería incorrecto, en tanto que no habría forma de garantizar la liquidez de todos los agentes: cuando un agente vende antes de vencimiento sus activos a un tercero, este se vuelve más líquido a costa de que el tercero deje de serlo, por lo que este concepto de liquidez lo podríamos aplicar a agentes aislados, pero no al conjunto de todos los agentes económicos. En tiempos de crisis en los que todos los agentes quieren liquidar sus activos, la mayoría de los agentes tendrán posiciones vendedoras en el mercado y, por tanto, no podrán liquidar sus activos a buen precio. Por el contrario, para el húngaro podríamos decir que un agente es líquido cuando sus inversiones vencen en el mismo momento que lo hacen sus deudas, es decir, cuando los flujos de caja netos en cualquier periodo futuro son cero o positivos y, por tanto, no sería necesario liquidar sus activos antes de vencimiento para hacer frente a sus pasivos. Esto lleva, paradójicamente, a que los agentes líquidos sean aquellos que nunca tienen por qué liquidar sus activos:

*“Observance of liquidity rules does not imply preparation for liquidation. On the contrary, liquidity means preparation for the avoidance of liquidation. [...] A liquid structure never liquidates; only the illiquid ones come under the pressure of liquidation. ‘Perfect liquidity’ means that, for any length of time, all financial obligations are fulfilled without net liquidation of capital. A liquid society has adjusted its obligations to the flow of its income, both in amounts and maturity dates, so that forced sales should not occur.”* (Palyi 1936)

De hecho, aunque en la obra de Smith no se encuentre de forma explícita este concepto de liquidez, sí aparece de forma implícita cuando enfatiza la importancia de que para un banco las deudas e inversiones coincidan en cantidad, plazo y riesgo, siendo esta la mejor forma de asegurarse de no sobreemitir crédito:

*“When they observed that within moderate periods of time the repayments of a particular customer were upon most occasions fully equal to the advances which they had made to him, they might be assured that the paper money which they had advanced to him had not at any time exceeded the quantity of gold and silver which he would otherwise have been obliged to keep by him for answering occasional demands; and that, consequently, the paper money, which they had circulated by his means, had not at any time exceeded the quantity of gold and silver which would have circulated in the country had there been no paper money.”* (Smith [1776] 2007, 306)

Es decir, un agente económico sería líquido, según esta definición, si tiene un esquema de financiación que Minsky más tarde denominaría *“hedge finance”*. Si para un agente existe una deuda que no esté alineada con entradas de efectivo que dejen un saldo neto cero o positivo, en el momento de vencimiento otro agente económico debe ser persuadido para renunciar a su efectivo a cambio de una promesa de pago futura, ya sea mediante la creación de una nueva deuda entre ambos o mediante la adquisición antes de su vencimiento de la promesa de pago vencida existente en el activo del agente ilíquido. Estas súbitas necesidades de liquidez generan presiones al alza de los tipos de interés a corto plazo, cuyas implicaciones sobre el ciclo económico explicaremos en el epígrafe posterior.

Un agente líquido, según esta definición, lo sería en tanto que puede, previsiblemente, hacer frente a todas sus deudas futuras sin tener que refinanciarlas ni liquidar activos en el mercado. Por tanto, el grado de liquidez de los agentes y, sobre todo, del conjunto de una economía no sólo depende de lo líquidos que sean sus activos (en el sentido de altamente negociables), sino también en el grado de descalce de plazos y de riesgos existente entre esos activos y sus pasivos.

Para las deudas con un vencimiento determinado, como podría ser un depósito a plazo de 10 años, está claro que el banco puede mantener su liquidez asegurándose de tener otros activos que le proporcionen flujos de caja por el mismo valor con un riesgo similar y para una fecha de vencimiento anterior o igual a 10 años. Sin embargo, los pasivos a la vista, como lo fueron en su día los billetes de banco o actualmente los depósitos a la vista, no tienen una fecha de vencimiento determinada, sino que pueden ser solicitados en cualquier momento por el acreedor. Como lo normal es que no todos los depositantes

retiren sus saldos de caja de forma simultánea, no sería necesario que el banco mantuviese estos pasivos respaldados por tesorería en todo momento, pero se hace difícil encontrar activos que tengan un riesgo tan bajo como estos depósitos y que se puedan solicitar al deudor en cualquier momento, por lo que cabe preguntarse si es siquiera posible invertir cualquier parte de estos pasivos sin incurrir en iliquidez. Justamente la idea de la RBD es que hay determinados activos en los que se puede invertir una parte importante de estas deudas sin comprometer seriamente la liquidez de la banca tanto en tiempos normales como, y aquí se encuentra la clave, en tiempos de pánico y crisis. Estos activos idóneos para monetizarse se han denominado comúnmente auto-liquidables (*“self-liquidating”*), término que ya apareció al explicar los preceptos de la doctrina de Smith pero que, habiendo introducido el concepto de liquidez de Menger, conviene volver a tratar para entender más claramente este tipo de crédito. En palabras de Antal Fekete, el principal discípulo de Palyi:

*“Commercial paper is considered liquid, if the underlying merchandise is liquid. Such paper is also called ‘self-liquidating’, because at the time the merchandise ripens into gold, the gold coin of the consumer will liquidate the loan”* (Fekete 2005)

*“The prospect of impending consumption of this goods [the liquid merchandise underlying the self-liquidating credit] makes it rather special. Its movement through the production and distribution channels is predictable. The uncertainty connected with the ultimate disposal of this goods is reduced to its irreducible minimum. For this reason the credit it generates will circulate”* (Fekete 2002b)

Este crédito es auto-liquidable porque, como ya defendieron Laughlin y Willis, la garantía de su pago no es que el deudor sea capaz de generar beneficios produciendo bienes futuros, sino que el deudor venda a precio de mercado unos bienes ya producidos y que ya están siendo demandados por la sociedad. Es por ello que numerosos economistas a lo largo de la historia han considerado estos activos *“a perfect banking security”* (Wilson 1859, 25) o los activos más seguros de una economía.

Como hemos dicho, estos activos permiten al banco mantenerse líquido tanto en tiempos normales como en tiempos de estrés financiero, ya que, llegado el caso de una retirada masiva de los depósitos, estos activos podrían venderse con unas muy reducidas pérdidas debido a su excepcionalmente alta liquidez y a que, por el carácter de la mercancía subyacente, el plazo y riesgo es más bajo que para cualquier otro activo. Por ejemplo, un efecto comercial a tres meses con un nominal de 100 onzas de oro podría ser vendida por 95 o 97 onzas, ofreciendo una rentabilidad trimestral del 3’1% o del 5’2% al

comprador, lo que en términos anuales equivaldría a aproximadamente un 13% o 22%. Como resulta extraño que ofreciendo estas increíbles rentabilidades para activos tan seguros no haya nadie dispuesto a refinanciar al banco, si este solo mantuviese el 3% o 5% de sus pasivos a corto plazo respaldados por tesorería aún sería capaz de liquidar todos sus efectos comerciales auto-liquidables sin llegar a quebrar. Si este banco, de forma imprudente, hubiera invertido esos mismos depósitos en préstamos a 10 años difícilmente podría hacerse esto, porque en situaciones de pánico apenas existen agentes dispuestos a refinanciar proyectos de inversión muy alejados en el tiempo para los que aún no existe una demanda. Además, incluso si el grado de desconfianza fuera tal que nadie refinanciase a un banco prudente adquiriendo su crédito auto-liquidable a descuento y, por tanto, fuera necesario recurrir al concurso de acreedores, sus depositantes podrían recuperar la gran mayoría de su dinero sin problemas ya que, si el banquero ha descontado correctamente, la mercancía subyacente de estos activos se acabaría vendiendo y convirtiéndose en tesorería antes de que finalice el procedimiento concursal.

Por último, Fekete esclarece algunos puntos sobre los que Smith se había manifestado pero que no habían quedado muy claros en su obra. En especial, sobre la necesidad que el escocés había detectado de que, aunque las letras de cambio economizaran el uso del dinero en las transacciones entre comerciantes, para una correcta regulación del crédito el dinero debía seguir usándose en las transacciones entre minoristas y consumidores, siendo el encargado de amortizar estas promesas de pago en su vencimiento: *“paper money should be pretty much confined to the circulation between dealers and dealers”* (Smith [1776] 2007, 323). El dinero, explica Fekete, al tener una utilidad marginal aproximadamente constante y ser aceptado por todos los agentes en las condiciones de intercambio más favorables en cada momento, es el bien que minimiza la incertidumbre en el consumo futuro de los agentes y, por tanto, actúa como el extintor último de la deuda o el depósito último de liquidez, función en la que el crédito no puede sustituirle. Las letras de cambio deberían pagarse en dinero o por compensación<sup>15</sup>, pero no emitiendo otra deuda (lo que se conoce como pago por novación), pues una deuda que en su vencimiento no se amortiza en dinero lo que indica es que los bienes sobre los que se había emitido no eran tan demandados como en un inicio se creía, por lo que no es un crédito auto-liquidable y, por ello, debe ser retirado de la circulación (con la provisión de pérdidas adecuada).

---

<sup>15</sup> Es decir, cancelando esta deuda con otras de igual cuantía que el acreedor tenga contra el deudor.

*“Another example where paper cannot deputize for gold is the payment of a bill of exchange at maturity, for the same reason that a bill cannot be settled at maturity by redrawing it [...]. In order to safeguard the integrity and solvency of the clearing system, gold coins must be used for this purpose” (Fekete 2002a)*

Esto enlaza a la perfección con las enseñanzas de los bullionistas moderados acerca del dinero. El dinero debe seguir circulando porque evita que la mala deuda se acumule en la sociedad, cosa que puede hacer por ser el único activo monetario real de una economía, es decir, el único medio de cambio que, a su vez, no es el pasivo de ningún agente. El dinero, por tanto, es lo único que permite a un agente en tiempos de desconfianza negarse a financiar a otros agentes que considera imprudentes a la vez que se mantiene líquido, es decir, es lo que le permite escapar del sistema financiero. En ausencia de dinero, este agente solo podría adquirir activos reales ilíquidos como la vivienda para mantener su riqueza o adquirir activos financieros, que suponen ofrecer financiación a terceros, es decir, no podría mantenerse líquido al margen del sistema financiero. Los pagos en dinero, por tanto, deben seguir siendo frecuentes porque liquidan gran parte de la mala deuda que, por errores empresariales, se va generando en la economía, corrigiendo estos errores rápidamente y evitando que se acumulen hasta un punto en el que corregirlos suponga una crisis económica de gran magnitud.

## **5. Consecuencias de la iliquidez bancaria sobre el ciclo económico**

Durante el desarrollo de la RBD apenas podemos encontrar intentos de integrar sus preceptos en una teoría sistematizada sobre los ciclos económicos. Esto resulta curioso en la medida en que la mayoría de sus defensores coincidían en que una degradación del crédito bancario, entendiéndose por degradación el incumplimiento de las normas de prudencia bancaria planteadas por Smith y refinadas por los autores ya tratados, desembocaría tarde o temprano en crisis de liquidez de algunos bancos o, incluso, de todo el sistema financiero.

Nuestro cometido en este epígrafe será estudiar los mecanismos por los que esta degradación del crédito puede materializarse en ciclos de expansión y recesión, para lo cual habrá que relacionar la RBD con diversas teorías del ciclo, algunas centradas en la estructura productiva y otras en la estructura financiera de la economía, tratando de encontrar puntos de encuentro entre ellas.

### 5.1. Consecuencias de la iliquidez sobre la estructura productiva

La primera hipótesis que nos conviene analizar es la teoría austriaca del ciclo económico, cuya versión inicial fue desarrollada por Ludwig von Mises pero que numerosos autores, entre los que vamos a destacar a Friedrich Hayek, perfeccionaron y complementaron enormemente. Muy influenciado por las ideas de Wicksell sobre el tipo de interés natural y los procesos acumulativos de expansión y recesión, Mises centra su teoría en la influencia que tiene la expansión por parte de la banca de sus pasivos a la vista no respaldados por tesorería, lo que él denomina medios fiduciarios (Mises [1912] 1953), sobre el ciclo económico a través de reducciones del tipo de interés de mercado por debajo de su tasa natural (aquella que hace que la oferta y demanda de ahorro se igualen).

Antes de explicar la concepción austriaca del ciclo económico y cómo esta se relaciona con la RBD, conviene mencionar el papel que tiene para estos autores el tipo de interés. Para los austriacos, al igual que para Wicksell, el tipo de interés refleja las preferencias temporales de la población y, por tanto, lo conciben como un mecanismo fundamental para coordinar las decisiones de consumo inter-temporal con los planes de producción de los agentes. Así, si los agentes aumentan su valoración relativa del consumo futuro sobre el presente, decidirán reducir su consumo actual y dedicar dicha renta al ahorro, produciendo tres efectos principales: (I) el aumento de los fondos prestables empujará

hacia abajo el tipo de interés, haciendo rentables proyectos que antes no lo eran y aumentando el valor de los bienes de producción<sup>16</sup>, lo que incrementa el beneficio de las industrias encargadas de producir bienes de capital; (II) la reducción de la demanda de bienes de consumo reducirá el beneficio de las industrias más cercanas al consumidor y, por tanto, se liberarán factores de producción que puedan ser utilizados en los nuevos proyectos de inversión de las industrias más alejadas; (III) la reducción del precio de los bienes de consumo derivada de la menor demanda supone un aumento del salario real, lo que hace a la mano de obra relativamente más cara que los bienes de capital. Tanto la disparidad de beneficios (en favor de las industrias más alejadas con respecto a las más cercanas al consumo) como la mayor conveniencia del uso de bienes capital inician una reestructuración de la economía hacia proyectos de inversión más intensivos en capital y que den sus frutos en momentos más tardíos (Huerta de Soto 1998). Esto no solo coincide con las preferencias de los consumidores que, recordemos, valoran el consumo futuro relativamente más que antes, sino que permite, dentro de unos límites prácticos, un incremento de la producción futura cuando los nuevos proyectos maduren<sup>17</sup>.

Sin embargo, este alargamiento de la estructura productiva también puede intentar realizarse con cargo a una expansión crediticia que reduzca los tipos de interés y financie los nuevos proyectos de inversión sin incrementar el ahorro y, por tanto, sin tener que renunciar al consumo presente. Es esto lo que, mediante los mecanismos que explicaremos a continuación, creen los austriacos que da lugar a un periodo de auge económico seguido de una recesión.

Como sabemos, si la banca privada o el banco central desean inyectar un mayor crédito a la sociedad deben hacerlo, si las condiciones no han cambiado, a unos tipos de interés más reducidos<sup>18</sup>. En este caso, aunque no se reduzca la demanda de bienes de consumo,

---

<sup>16</sup> Esto sucede porque el valor de los bienes de producción tiende a igualarse con el valor de sus flujos de caja futuros descontados por el tipo de interés.

<sup>17</sup> Que los procesos de producción más tardíos tienden a ser más intensivos en capital y más productivos es algo que trató otro economista austriaco anterior: *"It is an elementary fact of experience that methods of production which take time are more productive. That is to say, given the same quantity of productive instruments, the lengthier the productive method employed the greater the quantity of products that can be obtained"* (Böhm-Bawerk [1889] 1930, 260). Si bien es cierto que economistas como Samuelson han mostrado que esta afirmación no es universalmente válida *a priori* y muestran ejemplos teóricos en los que no tiene por qué darse, los mismos autores han tenido que admitir que estos ejemplos son una rareza empírica y que, dada la gran cantidad de técnicas alternativas para producir un mismo bien, lo habitual es que si estamos dispuestos a prolongar su periodo de producción haya un método productivo que use ese tiempo de una forma que incremente el output (Samuelson 1966).

<sup>18</sup> Conviene destacar que en las versiones más modernas de la teoría austriaca del ciclo esto se matiza de la siguiente forma: si los agentes anticipan las condiciones futuras que este crédito provocará, que más



la reducción de los tipos de interés y el incremento de valor de los bienes de producción que esta crea, generan una disparidad de beneficios que incentiva la producción de bienes de capital (industrias más tardías) con respecto a la producción de bienes de consumo, por lo que se iniciará una reestructuración hacia una economía más capital intensiva y que dé sus frutos en un momento posterior, tal y como ocurría cuando se incrementaba el ahorro. Una diferencia notable entre esta situación y la anterior es que, como las industrias cercanas al consumo no han visto reducir sus ingresos, no han liberado factores de producción poco específicos que puedan ser usados por los nuevos proyectos, que solo podrán acceder a estos factores sobrepajando por ellos gracias al crédito artificialmente barato, lo que incrementará su precio y, por tanto, las rentas de sus propietarios. Esta etapa es lo que conocemos como auge económico: un periodo de aumento generalizado de los beneficios y las rentas de los distintos factores de producción debido a la mayor inversión sin reducción del consumo.

Sin embargo, las preferencias de los agentes con respecto al consumo no han cambiado<sup>19</sup> y, por tanto, cuando trabajadores y propietarios de otros factores de producción empleados en los nuevos proyectos reciban estas mayores rentas, no las ahorrarán en las proporciones necesarias para mantener el tipo de interés en ese nivel artificialmente bajo, sino que tratarán de adquirir bienes de consumo al mismo ritmo que antes. Como no han madurado aún los nuevos proyectos de inversión y, por tanto, no ha aumentado el stock de bienes disponibles para el consumo<sup>20</sup>, pero sí lo ha hecho la renta de los agentes, la demanda de las industrias de consumo aumentará más que proporcionalmente que la de las industrias más tardías, generando ahora una disparidad de beneficios en favor de las primeras y en detrimento de las últimas. Es decir, se iniciará una reestructuración de la economía en sentido inverso a la que ocurrió anteriormente y, por tanto, el periodo de auge llegará a su fin.

*“Very soon the relative rise of the prices of the original factors and the more mobile intermediate products will make the longer processes unprofitable. The*

---

tarde detallaremos y entre las que se encuentran un incremento del precio de los bienes de consumo, exigirán una prima a los tipos de interés que compense su pérdida de poder adquisitivo futura y, por tanto, no llegue a iniciarse el ciclo económico (Hülsmann 1998).

<sup>19</sup> Al menos, no cabe suponer que la inyección de crédito haya modificado sus preferencias en favor de un menor consumo presente. En todo caso, debido a la reducción de tipos de interés, cabría esperar el efecto contrario: los agentes no solo no aumentarán su ahorro lo suficiente como para mantener la estructura productiva que el crédito barato está creando, sino que aumentarán su consumo presente por el menor rendimiento de su ahorro.

<sup>20</sup> El stock de bienes de consumo, de hecho, se habrá reducido ya que factores de producción que anteriormente se destinaban a la producción de estos se han trasladado a producir bienes de capital, tal y como hemos descrito.

*first effect on these processes will be that the producers' goods of a more specific character, which have become relatively abundant by reason of the withdrawal of the complementary nonspecific goods, will fall in price. The fall of the prices of these goods will make their production unprofitable; it will in consequence be discontinued.*" (Hayek [1931] 2008, 270).

Como explica Hayek, estas industrias cercanas al consumo sobrepasarán ahora por los factores de producción usados por las industrias alejadas del consumo, elevando los costes de producción y provocando pérdidas para las industrias que solo eran rentables gracias al crédito barato, por lo que habrá que abandonar dichos proyectos antes de que maduren en bienes de consumo e intentar que el resto de industrias absorban sus factores productivos. Sin embargo, esta absorción no es ni mucho menos rápida por lo que, mientras la estructura productiva se readapta, la economía atravesará una etapa de menor inversión y consumo, desempleo en muchos factores (entre los que se destaca la mano de obra) y reducción de la renta de aquellos que consigan empleo. Las razones para la lentitud en la reestructuración son diversas. Por un lado, como apuntó Lachmann, uno de los principales rasgos diferenciadores entre esta hipótesis y otras teorías del ciclo es su tratamiento de los bienes de capital de un modo muy cercano a la realidad: más que una masa homogénea de arcilla que puede moldearse a placer en función de las circunstancias, los bienes de capital son heterogéneos, están insertos en los planes empresariales, sujetos a multitud de complementariedades entre ellos, exhiben distintos grados de especificidad y, a menudo, son muy poco divisibles (Lachmann 1956). Por ello, cuando unos planes de negocio fallan no basta con trasladar sus bienes de capital a otras industrias: un reactor nuclear, por ejemplo, no sirve para fabricar ropa o recoger trigo, por lo que si la producción de energía nuclear deja de ser rentable no basta con desplazar los factores de este negocio a otro más rentable, sino que inevitablemente muchos de estos quedarán desempleados y perderán gran parte de su valor. Pero, además, incluso los factores poco específicos como la mano de obra no pueden ser recolocados inmediatamente porque para ser lo suficientemente productivos necesitan complementarse de otros bienes intermedios que aún no han sido fabricados por ser muy específicos, por lo que su empleo solo se recuperará conforme los nuevos bienes de capital vayan produciéndose (Machlup 1935). Por si estas dificultades no fueran suficientes para alargar la recesión, todos los desajustes de la economía no se harán patentes en el mismo momento, sino que conforme se crean o se abandonan bienes de capital se producirán nuevos desajustes que es necesario corregir – dado que los bienes de capital están sujetos a multitud de complementariedades entre sí y los cambios en el precio y disponibilidad de uno de ellos afecta a muchos otros.

Por ello, mientras se produzcan todos estos ajustes existirá una gran incertidumbre acerca de qué planes de negocio serán los que finalmente arrojen beneficios en la sociedad.

Con este breve bosquejo de la hipótesis austriaca del ciclo estamos listos para unir esta teoría con las ideas sobre la banca de Smith, para lo cual conviene empezar describiendo una de sus limitaciones, a saber, que para cada momento no existe un único tipo de interés natural, como los austriacos plantean. Tal y como Piero Sraffa criticó a Hayek, diversos bienes pueden exhibir distintos tipos de interés de equilibrio (Sraffa 1932), lo que en el mercado se materializa en que activos con diferente riesgo y liquidez presenten diferentes curvas de rendimientos para cada vencimiento. Si bien es cierto que existe una tendencia a arbitrar tipos de interés de activos similares, difícilmente podrán todos ellos colapsar en uno solo ya que – a diferencia de lo que creía Mises – el grado de riesgo y de liquidez contribuye tanto como el plazo a la hora de determinar el tipo de interés de equilibrio. Así, en un momento en el que se hayan explotado todas las oportunidades de arbitraje aún existirían diferentes curvas de rendimientos para diferentes activos, siendo todos sus puntos tipos de interés de equilibrio, es decir, *“un precio que coordinará a todos los oferentes y a todos los demandantes de fondos prestables que exhiban unas determinadas preferencias de tiempo, riesgo y liquidez”* (Rallo 2019b).

Por ello, no toda emisión de pasivos bancarios a la vista no respaldados por tesorería (*“medios fiduciarios”* en la terminología de Mises) supondrá una expansión crediticia que reduzca el tipo de interés de mercado por debajo de su tasa de equilibrio, sino que constituirá un arbitraje entre tipos de interés que puede tanto alejar como aproximar el precio de estos activos a su nivel de equilibrio. De hecho, la hipótesis, una vez introducida esta corrección, se puede extender más allá de los pasivos a la vista y servir para evaluar cualquier emisión de crédito. Por ejemplo, si en el mercado existen letras de cambio de muy bajo riesgo con un tipo de interés del 3% y un vencimiento en 15 días, un banco que emitiese depósitos a 15 días con un tipo de interés del 1% podría arbitrar entre ambos activos financieros hasta que desapareciesen las divergencias en su tipo de interés y, por tanto, acercándolos a su precio de equilibrio. Por el contrario, si este mismo banco captara depósitos a 1 año con un bajo tipo de interés y los invirtiera en hipotecas a 20 años con un alto nivel de riesgo y tipo de interés, estaría realizando un arbitraje desequilibrador dada la gran diferencia entre los dos activos y, sin embargo, desde la teoría inicial de Mises no podríamos hablar de que una descoordinación entre el ahorro disponible y los tipos de interés ya que la contraparte no son pasivos a la vista sino pasivos con

vencimiento en un año y, por tanto, no entran dentro de lo que el austriaco entiende por medios fiduciarios.

Por tanto, podemos hablar de que una operación de arbitraje entre tipos de interés de diferentes activos tiende a desequilibrar la estructura productiva cuando las expectativas acerca del riesgo y la fecha de devolución de deudores y acreedores no coincidan, es decir, cuando el banco (o cualquier otro intermediario financiero que realice el arbitraje) tiene una posición ilíquida para algún periodo dado debido a que la composición de sus activos no se corresponde cualitativamente con la de sus pasivos, es decir, cuando haya realizado arbitraje entre activos con distinto plazo o riesgo.

Así, una emisión de pasivos a la vista que se use para descontar efectos comerciales a muy corto plazo que involucren bienes presentes altamente demandados –crédito *autoliquidable*– no contribuiría a generar ciclos, ya que las expectativas con respecto al riesgo y vencimiento de los deudores y acreedores de esta operación coinciden. Ahora no sería la mera emisión de medios fiduciarios lo que da lugar a un desajuste entre los planes de producción y las preferencias de los agentes, sino que sería el arbitraje a gran escala entre activos con distinto plazo y riesgo el principal culpable de muchos ciclos de expansión y recesión. De este modo, la teoría austriaca del ciclo puede explicar como una situación de deterioro de la liquidez bancaria da lugar a cambios en la estructura productiva que, por no coincidir con las preferencias de los agentes, están destinados a fracasar y ser abortados. De hecho, esta modificación otorga mayor fuerza a la hipótesis, en tanto que el arbitraje entre activos a corto plazo con bajo riesgo y activos arriesgados a largo plazo no reduce todos los tipos de interés por igual, sino que provoca una caída del precio de los últimos a costa del de los primeros, siendo el traslado inicial de recursos hacia industrias alejadas del consumo incluso más claro que en la teoría tradicional.

### 5.2. Consecuencias de la iliquidez sobre la estructura financiera

Sucede que la teoría austriaca del ciclo económico centra su análisis en la estructura productiva de la sociedad, siendo su estructura financiera igualmente importante en tanto que un negocio viable y consistente con las preferencias de los agentes podría fracasar si sus condiciones de financiación le obligan a liquidar activos antes de que su negocio madure. Por tanto, en este apartado vamos a complementar nuestro análisis anterior con el estudio de otra gran teoría del ciclo que se centra en las dinámicas financieras y que

ganó gran relevancia a raíz de la crisis hipotecaria: la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky.

Minsky identifica tres esquemas de financiación de los planes de negocio: (1) el esquema cubierto o *hedge*, en el que la empresa puede honrar todos sus compromisos financieros mediante sus flujos de caja entrantes; (2) el esquema especulativo, en el que la empresa puede pagar en todo momento los intereses de las deudas contraídas pero no puede hacer frente al pago del principal por ella misma, por lo que en el momento de vencimiento necesitaría refinanciar dicha deuda por un periodo mayor; (3) el esquema Ponzi, en el que los flujos de caja de la empresa no solo no le permiten hacer frente al pago del principal, sino que para algunos periodos tampoco le permiten pagar los intereses, teniendo que refinanciar estos intereses e incrementando el principal. Los esquemas cubiertos solo pueden ser afectados por reducciones en sus ingresos esperados, pero no por cambios en las condiciones de financiación. Los otros dos tipos de financiación, por el contrario, son susceptibles tanto a cambios de la parte real como de la parte financiera de la economía:

*“For things to go wrong with a hedge unit, something first had to go wrong someplace else in the economy [...]. On the other hand, speculative- and Ponzi-finance units are vulnerable to changes in interest rates – that is, to financial-market developments – as well as to product and factor market events [...]. The greater the weight of speculative and Ponzi finance, the smaller overall margins of safety in the economy and the greater the fragility of the financial structure”* (Minsky 1986, 233).

En un primer momento, en la economía predominan los esquemas cubiertos, por lo que el sistema financiero es robusto. En esta situación, los tipos de interés a corto plazo serán considerablemente inferiores a los tipos de interés a largo plazo, es decir, la curva de rendimientos presentará una forma normal<sup>21</sup>. El problema que Minsky identifica es que es precisamente esta forma de la curva lo que incentiva a los agentes a realizar arbitraje entre los tipos a corto y a largo plazo, empleando esquemas especulativos y Ponzi que tienden a hacer más frágil el sistema. Además, mientras que el sistema conserve cierta robustez –generalmente durante los primeros años de auge– no existirán problemas para que estos negocios refinancien el principal y los intereses cuando lo necesiten, por lo que el arbitraje de la curva de rendimientos será un almuerzo gratis para las empresas, en especial para los intermediarios financieros. Así, los propios incentivos de los agentes,

---

<sup>21</sup> Por forma normal de la curva de rendimientos nos referimos justamente a que los tipos de interés a largo plazos sean mayores que a corto (que es lo más habitual), no a que su distribución estadística sea normal.

sin necesidad de un shock externo en la economía, darán paso al ciclo económico de auge seguido por una recesión: “*Profit opportunities within a robust financial structure make the shift from robustness to fragility and endogenous phenomenon.*” (Minsky 1986, 234).

Este arbitraje incrementará el gasto total en inversión<sup>22</sup> y, con ello, los beneficios totales de estas empresas. Los mayores beneficios tendrán un doble efecto: (I) mejorarán las expectativas de las empresas, induciéndoles a incrementar más su inversión, y (II) aumentarán sus saldos de tesorería, lo que supone mayores fondos para invertir y facilita aún más el acceso a financiación externa. La generalización de estas prácticas dará lugar a lo que denominaríamos *boom* económico: una etapa de aumento generalizado de la inversión que, a su vez, incrementa los beneficios y las rentas de otros factores. Sin embargo, este arbitraje también da lugar a una creciente proporción de negocios con un esquema especulativo o Ponzi, en detrimento de los esquemas cubiertos. Un sistema de estas características es lo que Minsky denomina un frágil, ya que cualquier cambio al alza en los tipos de interés puede suponer impagos generalizados de la deuda a corto plazo de estos negocios y, por tanto, el inicio de una crisis financiera<sup>23</sup>.

Lo que sucede es que la propia dinámica de estos dos esquemas que se generalizan durante el *boom* es lo que provoca este cambio en los tipos de interés y pone fin al periodo de aparente prosperidad: los negocios que han aumentado su volumen de inversión gracias al arbitraje exhiben una demanda muy alta e inelástica de crédito a corto plazo, pues necesitan refinanciar su posición hasta el momento en que sus proyectos maduren, lo que genera presiones al alza de los tipos de interés a corto plazo. Esta subida reduce los márgenes de seguridad de estos negocios y empeora las condiciones en las que pueden refinanciarse, transformando muchos esquemas especulativos en Ponzi —es decir, antes podían hacer frente al pago de intereses y solo necesitaban refinanciar el principal, pero a los nuevos tipos de interés ni siquiera pueden hacer frente al pago de los intereses sin

---

<sup>22</sup> En el modelo planteado por Minsky los agentes invierten mientras que el valor actual de los flujos de caja esperados del bien de capital (precio de demanda) sea superior al coste de producirlo (precio de oferta). Si descontamos los flujos de caja esperados al tipo a corto plazo, siendo este inferior, supone un aumento del precio de demanda y, por tanto, un mayor gasto en inversión.

<sup>23</sup> Cabe destacar que Minsky plantea que el fin del ciclo puede llegar no solo por una subida de los tipos de interés, sino también por un aumento del precio de los factores de producción, al igual que los austriacos: “*During an investment boom material and labor costs also rise. Furthermore, shortages –or bottlenecks– develop, delaying the completion of projects. The obvious effect of a rise in material and labor costs is that the costs of a completed project rise; the more subtle effect is that the expected capital gain upon completion decreases. The margins of safety, which help determine a project’s risk class and financing conditions, are diminished and may even disappear*” (Minsky 1986, 242). Sin embargo, como en el apartado anterior profundizamos en los efectos de la iliquidez sobre la economía real y, como Minsky plantea estos cambios reales solo para estudiar su efecto sobre las condiciones de financiación —que son análogos a los de una subida del tipo de interés—, hemos preferido omitirlos de la descripción anterior.

obtener nuevos créditos. Aquellos negocios que no puedan refinanciarse se verán abocados a liquidar parte de sus activos y, con la liquidez obtenida, intentar hacer frente a sus promesas de pago a corto plazo o, incluso, usarla para solicitar nuevos préstamos. Esta liquidación empujará a los precios de demanda de estos activos por debajo de su precio de oferta –i.e. su coste de producción– y, por tanto, el gasto en inversión caerá. En última instancia, esta caída de la inversión reducirá los ingresos de muchas otras industrias, agravando la situación y pudiendo afectar hasta a las empresas cuya financiación seguía un esquema cubierto.

En este punto, Minsky advierte un peligro que Fisher ya planteó medio siglo antes: la realimentación entre el nivel de deuda y la deflación. La liquidación masiva de activos que, como hemos apuntado, ocurre en el inicio de la recesión tiene otros dos efectos fundamentales que solo hemos mencionado de pasada. Por un lado, el precio de los activos que sea necesario liquidar de forma masiva caerán. Por otro, la contracción del crédito supone una reducción en la velocidad de circulación del dinero. La combinación de ambos efectos supone un aumento del valor del dinero, que, junto con la incertidumbre que caracteriza estos periodos, lleva a los agentes a aumentar su demanda de liquidez en forma de atesoramiento. Una cierta deflación puede llegar a ser necesaria para que la estructura productiva se readapte y para que se liquiden los negocios con esquemas de financiación más frágiles. Sin embargo, si los precios caen a un ritmo mayor al que se liquidan las deudas, su valor real aumentará y, por tanto, la recesión se agravará:

*“Deflation caused by the debt reacts on the debt. Each dollar of debt still unpaid becomes a bigger dollar, and if the over-indebtedness with which we started was great enough, the liquidation of debts cannot keep up with the fall of prices which it causes. In that case, the liquidation defeats itself. While it diminishes the number of dollars owed, it may not do so as fast as it increases the value of each dollar owed.”* (Fisher 1933)

Esto es lo que se ha denominado una contracción secundaria y evitar que suceda es precisamente lo que se tiene en mente cuando se habla de que el banco central debe actuar como prestamista de última instancia. En este punto entrelazan las ideas austriacas y de Minsky con la RBD, entendida como los preceptos idóneos que deben guiar la monetización de activos tanto en tiempos normales como en tiempos de crisis.

En los tiempos de desconfianza en el sistema financiero se da una natural contracción de los medios de pago, pero si los agentes tienen en todo momento la posibilidad de descontar efectos comerciales a corto plazo sobre bienes altamente demandados, se antoja difícil que esta contracción vaya a ser lo suficientemente severa como para iniciar una

espiral deflacionista de la deuda, pues parte de la demanda de liquidez de la sociedad será satisfecha con nuevas emisiones contra estos créditos auto-liquidables. Algunos autores, como el propio Fisher, son partidarios de monetizar toda clase de activos (e.g. hipotecas a treinta años) para evitar caer en una contracción secundaria, pero en ese caso se estaría estableciendo una barra libre de financiación que, por un lado, evita la reestructuración de los planes de producción que no se adaptan a los deseos de los agentes y el saneamiento de empresas con esquemas financieros frágiles y, por otro, genera nuevos desajustes que será necesario corregir. Por tanto, siguiendo las enseñanzas de Aristóteles, la virtud está en el término medio: ni una política monetaria demasiado restrictiva ni una demasiado laxa son opciones adecuadas para afrontar una crisis de estas características. Como Lachmann apuntaba:

*“This creates a problem for monetary policy. In all probability mobile resources cannot be withdrawn and capital combinations will not be reshuffled without pressure being brought to bear on owners and managers of specific resources. In some cases it may not be possible at all without actual bankruptcy. To this end a ‘severe’ credit policy is required. But a credit policy sufficiently severe to ‘crack open’ the tougher kind of unsuccessful capital combinations may discourage investment in the critical sectors of the economy.”* (Lachmann 1956, 122).

La RBD nos ofrece justamente esto: una política monetaria situada en un punto medio que permite mantener la liquidez a corto plazo del sistema bancario en tiempos normales –reduciendo los desajustes generados por descalce de plazos y riesgos que dan lugar a las crisis– y recuperarla en tiempos de crisis sin generar nuevos desajustes ni vernos abocados a una contracción secundaria. De hecho, el propio Minsky señala que la adhesión de un banco central a estos preceptos es útil en tanto que promueve esquemas de financiación más seguros y, por ello, reduce la fragilidad del sistema financiero en su conjunto:

*“The access of banks to central bank cofinancing should be through business assets that reflect hedge financing.*

*The Federal Reserve should stop relying upon open-market operations to determine reserves of the banking system. As an alternative to open-market operations, the Federal Reserve can furnish bank reserves by discounting bank assets. In the discount technique, bank reserves are furnished when the central bank buys or lends on specified, eligible types of paper that are a result of financing business. [...] The preferred or eligible paper for Federal Reserve discounting would be to-the-asset paper that reflects commercial or manufacturing inventories. Thus, once the financial system is fragile, the classical British discount market structure is appropriate for central bank control over the short-run supply of credit.*



[...] *The discount window method for creating the reserve base induces favorable terms for the hedge financing of short-term positions and blunts the tendency toward fragile financing structures.*” (Minsky 1986, 361-362)

Quizás a ojos contemporáneos esta clase de política monetaria se antoja demasiado restrictiva, pues en la última gran crisis las inyecciones de liquidez de los bancos centrales se realizaron monetizando toda clase de activos. A este respecto conviene recordar que hasta hace poco más de una década lo que se consideraba el paradigma de una política monetaria expansiva era seguir las indicaciones de Bagehot que ya explicamos un par de apartados atrás: (I) prestar sin límite, (II) a empresas solventes, (III) contra un buen colateral y (IV) a altos tipos de interés. La política monetaria realizada por la Reserva Federal tras el estallido de la burbuja hipotecaria tiene mucho más de la primera que de las tres restantes recomendaciones de Bagehot, a quien el propio Bernanke ha invocado en varias ocasiones para justificar su expansión de la oferta monetaria. De hecho, conviene notar que la RBD y las ideas de Bagehot exhiben más de una similitud, pues lo que este consideraba como buen colateral coincide con los activos que Smith proponía.

## 6. Conclusión

Como se indicó en la introducción, el objeto de este trabajo ha sido estudiar la relevancia de las ideas monetarias de Smith –más tarde denominadas *real bills doctrine*– y cómo han influido en autores posteriores a lo largo del tiempo. Estas directrices bancarias pueden resumirse en que un banco debe descontar únicamente efectos comerciales que involucren bienes presentes a punto de llegar al consumidor final, sin que los billetes que emita superen la cantidad de dinero que hubiera sido necesario atesorar para realizar la misma transacción, para lo cual se requiere que el crédito sea convertible en todo momento en la moneda a la que pretende sustituir. Otro aspecto fundamental del enfoque del escocés, que también ha sido un rasgo diferenciador de sus herederos intelectuales, es su tratamiento cualitativo de las emisiones de crédito, en contraposición a la tradición cuantitativa iniciada principalmente por los bullionistas radicales –en especial Ricardo–, cuyo antecedente principal encontramos en la obra de Hume, amigo cercano de Smith.

La primera continuación de estas ideas la encontramos pasadas tres décadas en la conocida como controversia bullionista, siendo la rama moderada del bullionismo –liderada por Huskisson y King– la que mejor representa el pensamiento de Smith, lo que es particularmente curioso en tanto que antibullionistas como Bosanquet decían heredar el pensamiento monetario de este. Sin embargo, lo que estos últimos no tenían en cuenta era el requisito que el escocés establecía de que los pasivos fueran convertibles en oro en todo momento como requisito para que el crédito se emitiera de forma adecuada. Fue en este punto en el que los bullionistas moderados más enérgicamente atacaron el razonamiento de sus contrarios, lo que contribuyó a esta línea de pensamiento con poderosas explicaciones que respaldaban la necesidad de que el crédito sea convertible en un activo real como el oro para distinguir entre demandas sanas e insanas de billetes. Esta continuación de las ideas del escocés por parte de los bullionistas moderados supuso un avance en la RBD, pues ayuda a esclarecer las razones detrás de la convertibilidad que defendía Smith, poniendo este requisito al mismo nivel que los preceptos sobre qué tipo de deuda era aceptable monetizar.

Tras el triunfo intelectual de los bullionistas, que se plasmó en el retorno de la convertibilidad de la libra, se dio en Gran Bretaña otro debate con fuertes repercusiones tanto en teoría económica como en la política bancaria del país: el choque de ideas entre la escuela monetaria y la escuela bancaria. Por un lado, la escuela monetaria –heredera directa del bullionismo radical– defendió que los billetes de banco se trataban de dinero

y que, por tanto, su circulación debía actuar como lo haría una circulación totalmente metálica, para lo cual era necesario limitar cuantitativamente la emisión de billetes. Por otro lado, la escuela bancaria –heredera del bullionismo moderado e incorporando algunas ideas antibullionistas– supo ver que los billetes se trataban de una forma de crédito y que, como tal, su frecuente reflujo al banco junto con la convertibilidad de la moneda en oro era suficiente para una correcta emisión de billetes. Pese a no encontrarse exentos de errores, los autores de esta segunda escuela –en especial Wilson– fueron los que más fielmente heredaron el pensamiento de Smith por las siguientes razones: (i) a diferencia de sus contrarios, pusieron el foco de atención en que la oferta monetaria se adecuase a su demanda (o a las necesidades del comercio), tal como hizo el escocés en su teoría; (ii) continúan y enriquecen los razonamientos sobre el reflujo de billetes que ya aparecían en la obra de Smith, haciendo una interpretación más acertada de su tercer y más ambiguo precepto; (iii) sus ideas en materia de regulación bancaria, en especial en lo que respecta a la banca provincial, son bastante cercanas a las del escocés.

Es este último punto, precisamente, sobre el que se establece otro debate de gran relevancia que da lugar a varias interpretaciones de la RBD: el debate entre banca libre y banca central monopolista. De estas dos posiciones, la primera era la que mejor representa el pensamiento de Smith, pues es bien sabido que fue uno de los más importantes defensores de la libertad bancaria y la banca provincial en su época. Así, la primera interpretación –y la más presente en la obra del escocés– es entender la RBD como una serie de normas de prudencia bancaria que, por su eficiencia, acabarían adaptándose por cada banco individual en un sistema poco intervenido y que mantenga la convertibilidad de sus billetes en oro –como Smith observaba que había ocurrido en Escocia. Los economistas que se adhieren a esta línea de pensamiento –principalmente Lord King, Parnell y Bagehot– remarcan que la cantidad y composición de medios de pago demandados por la sociedad no está dada ni es conocida, sino que es información dispersa y que es necesario descubrir, para lo cual la competencia bancaria descentralizada es el mejor mecanismo. Sin embargo, en ausencia de libertad bancaria, los preceptos de Smith también pueden ser interpretados como un conjunto de reglas a aplicar por el banco central monopolista, lo que, manteniendo la convertibilidad de la moneda, actuaría como *proxy* de las emisiones crediticias en competencia. Por último, conviene mencionar que existen autores que proponen la aplicación de los preceptos del escocés por un organismo monopolista en ausencia de convertibilidad. Esta es una interpretación claramente inflacionista, que no se corresponde con el pensamiento monetario de Smith sino con el

de Law, posteriormente continuado por los antibullionistas. No obstante, tras el abandono definitivo de un sistema monetario internacional anclado al oro, algunos autores –como Minsky o Hortlund– han defendido que el retorno de los preceptos de Smith junto con alguna regla adicional que limite la cantidad de dinero o la inflación puede suponer un avance con respecto al sistema actual.

A pesar de la gran cantidad de temas que la obra de Smith abarcaba, nunca llegó a formular una teoría del dinero, tomando su existencia como dada y centrándose en estudiar el crédito circulante, quizás porque la teoría del valor-trabajo clásica no permitía hacer muchos avances en este respecto. De hecho, fue uno de los padres del marginalismo, Carl Menger, el que desarrolló una teoría del dinero compatible con la RBD y que ofrecía las herramientas necesarias para ir un paso más allá en el análisis del crédito circulante. La aportación del austriaco fue enunciar la característica más importante de un candidato a actuar como medio de cambio: la liquidez o vendibilidad, entendiendo como tal una utilidad marginal que decrece lentamente por ser altamente demandado, lo que permite a su tenedor intercambiarlo por otras mercancías en las mejores condiciones posibles para cada momento. Así, el bien más líquido de una sociedad, cuya utilidad marginal es aproximadamente constante, es el que adquiere la condición de dinero, pero hay otros bienes que presentan una gran liquidez y que, por ello, engrosan el poder adquisitivo de su poseedor y pueden actuar como sustitutos si se emite crédito contra ellos –esto es, el crédito comercial auto-liquidable que Smith defendía. De hecho, esta conexión entre el austriaco y el escocés se hace mucho más palpable a principios de siglo XX, cuando dos economistas norteamericanos –Laughlin y Willis– unieron el concepto de liquidez o vendibilidad con la RBD en su obra.

El concepto de liquidez sufre un importante avance gracias al húngaro Melchior Palyi, que defiende que para denominar líquido a un agente económico no basta con que posea bienes líquidos en alguna proporción determinada, sino que lo fundamental es que sus activos y pasivos se correspondan en plazo, riesgo y cantidades, de tal forma que pueda hacer frente a sus compromisos sin necesidad de refinanciarse ni liquidar activos. Una de las aportaciones originales del presente trabajo es precisamente mostrar que este concepto de liquidez se encuentra en la obra de Smith, si bien implícitamente, cuando defiende que la correspondencia entre repagos y adelantos es la mejor garantía de que un banco no está sobre-emitiendo crédito.

Este concepto de liquidez se integra completamente con la RBD en la obra de Antal Fekete, que explica que las letras reales sobre mercancías altamente demandadas (lo que

denomina crédito auto-liquidable) son el único activo en el que se pueden invertir pasivos a la vista –principalmente billetes y depósitos– de un agente sin comprometer su liquidez. Con las aportaciones de Menger, Palyi y Fekete, el cometido de la RBD puede enunciarse como descubrir contra qué activos se pueden emitir pasivos a la vista sin comprometer la liquidez de los bancos emisores y, por tanto, manteniendo la integridad de todo el sistema financiero. Por último, Fekete también enlaza la teoría del dinero de Menger con las enseñanzas del bullionismo moderado, explicando que un sistema monetario estable debe estar anclado a un dinero que, por ser el activo real –es decir, que no sea el pasivo de nadie más– más líquido de la economía, permita a su poseedor mantenerse líquido al margen del sistema financiero y, con ello, servir para eliminar la mala deuda que, en caso de acumularse, podría dar lugar a crisis financieras.

Hasta aquí, el único elemento que faltaría para que la RBD se convierta en una teoría monetaria completa y sistemática es mostrar los mecanismos por los que la iliquidez bancaria puede desembocar en crisis financiera. Esto es así porque, para justificar la conveniencia un sistema que mantenga la liquidez de los intermediarios financieros, se requiere comprender por qué la iliquidez generalizada es problemática. En este punto es donde más necesaria ha sido nuestra labor de exégesis y, por tanto, también es uno de los puntos principales en los que nuestro trabajo amplía el conocimiento existente sobre la RBD, pues apenas ha habido autores que se enmarquen en esta tradición y hayan intentado desarrollar una teoría del ciclo. Para suplir esta carencia, hemos tratado dos teorías del ciclo que tratan de una u otra forma las ideas de liquidez, con un tratamiento del dinero y el crédito bastante cualitativo –por tanto, consistente con el enfoque de otros autores en este corpus teórico– y que han adquirido gran relevancia a raíz de la última crisis financiera: la teoría austriaca del ciclo económico y la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky. Por un lado, La teoría austriaca ofrece una explicación bastante concienzuda de los mecanismos a través de los cuales una situación de iliquidez bancaria –o, en los términos inicialmente expuestos por Mises, una emisión crediticia no consistente con los deseos de ahorro de los agentes– puede generar distorsiones en la estructura productiva real de una economía, generando acumulaciones de errores empresariales que, mientras no se detecten, darán lugar a un periodo de auge y, posteriormente, a una recesión que los corrija. La teoría de Minsky, por otro lado, obvia los efectos que esta iliquidez puede tener en la economía real para centrarse en los desequilibrios que puede generar sobre la estructura financiera de la economía y que, de igual manera, desembocarían en una sucesión de ciclos expansivos y recesivos: en una

estructura financiera robusta las expectativas de beneficio llevan a los agentes a incrementar su volumen de inversión a costa de prácticas financieras más arriesgadas, estableciendo una estructura financiera frágil que generan una demanda inelástica de refinanciación cuando no pueden hacer frente a sus obligaciones, incrementando los tipos de interés y generando quiebras generalizadas.

Así, lo que une a estas dos hipótesis sobre el ciclo –de tradiciones claramente contrapuestas– y a la RBD es la comprensión profunda de que los intermediarios financieros, mediante la distribución de los medios de pago, condicionan la forma que toman las estructuras productivas y financieras de la sociedad. Determinadas intervenciones de estos intermediarios contribuirán a coordinar los planes de los agentes entre sí, mientras que otras generarán desajustes que necesiten corregirse en algún momento. La RBD plantea unas reglas de prudencia para las emisiones bancarias que tratan de mantener la liquidez del sistema y, con ello, procurar una mejor coordinación de los agentes. Esto no equivale a decir que mediante la adhesión de la banca a la doctrina de Smith es imposible la ocurrencia de crisis, pues de Minsky hemos aprendido que cierta inestabilidad es inherente al sistema financiero tal y como lo conocemos. Lo que sí podemos extraer es que, habiendo determinadas prácticas más tendentes hacia la inestabilidad que otras, debe también haber un marco institucional que incentive las segundas y, por tanto, minimice la acumulación de errores que inevitablemente se dará en toda economía, suavizando los ciclos de auge y recesión.

## 7. Bibliografía

- Bagehot, Walter. 1866a. "One Banking Reserve or Many?" *The Economist.*, September 1, 1866.
- . 1866b. "Is it better that the banking reserve of a country should be kept in a single bank or be distributed between several banks?" *The Economist.*, August 25, 1866.
- . [1873] 1917. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Edited by John Murray. London: Albermale Street W.
- Blaug, Mark. [1962] 2001. *Teoría Económica En Retrospección*. Mexico. Fondo de Cultura Económica.
- Böhm-Bawerk, Eugen von. 1930. *The Positive Theory of Capital*. New York: G.E. Stechert & Co.
- Clark, Truman A. 1984. "Violations of the Gold Points , 1890-1908." *Journal of Political Economy* 92 (5): 791–823.
- Daugherty, Marion R. 1942. "The Currency-Banking Controversy: Part 1." *Southern Economic Journal* 9 (2): 140–55. <https://doi.org/10.2307/1052684>.
- . 1943. "The Currency-Banking Controversy: II." *Southern Economic Journal* 9 (3): 241–51. <https://doi.org/10.2307/1052546>.
- Federal Reserve. 1913. "Federal Reserve Act of 1913. Section 13: Powers of Federal Reserve Banks." consultado el 1 de mayo de 2021.
- Fekete, Antal E. 2002a. "Bills Drawn on the Goldsmith." <https://professorfekete.com/articles/AEFMonEcon101Lecture8.pdf>.
- . 2002b. "The Two Sources of Credit." <https://professorfekete.com/articles/AEFMonEcon101Lecture4.pdf>.
- . 2005. "The Fourth Pillar of Sound Money and Credit: The Principle of Monetary Policy." <https://professorfekete.com/articles/AEF4thPillarOfMoneyAndCredit.pdf>.
- Fisher, Irving. 1926. *The Purchasing Power of Money*. Edited by The Macmillan Company. New York.
- . 1933. "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1 (4): 337–57.
- Fullarton, John. 1844. *On the Regulation of Currencies*.
- Girton, Lance, and Don Roper. 1978. "J . Laurence Laughlin and the Quantity Theory of Money" 86 (4): 599–625.
- Glasner, D. 1989. "On Some Classical Monetary Controversies." *History of Political Economy* 21 (2): 201–29. <https://doi.org/10.1215/00182702-21-2-201>.
- Gurley, John, and Edward Shaw. 1960. *Money in a Theory of Finance*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Hawtrey, Ralph George. 1930. *Currency and Credit*. Longmans Green and Co.
- Hayek, Friedrich August von. 2008. *Prices and Production and Other Works*. Ludwig von Mises Institute.
- Hortlund, Per. 2006. "In Defense of the Real Bills Doctrine." *Econ Journal Watch* 3, No. 1 (January): 73–87.
- Huerta de Soto, Jesús. 1998. *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*. Unión Editorial.
- Hülsmann, Jörg Guido. 1998. "Toward a General Theory of Error Cycles." *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 1 (4): 1–23.
- Humphrey, Thomas M. 1982. "The Real Bills Doctrine." *FRB Richmond Economic Review* 68, No. 5 (Sep/Oct): 3–13.
- Huskisson, William. 1810. *The Question Concerning the Depreciation of Our Currency Stated and Examined*.

- Jevons, William Stanley. 1876. *Money and the Mechanism of Exchange*. New York: D. Appleton and Co.
- King, Peter [Lord]. 1804. *Thoughts on the Effects of the Bank Restrictions*.
- Lachmann, Ludwig Maurits. 1956. *Capital and Its Structure*. Bell & Sons, Ltd.
- Laidler, David. 1981. "Adam Smith as a Monetary Economist." *The Canadian Journal of Economics* 14 (2): 185–200.
- . 2000. "Highlights of The Bullionist Controversy." *Stockholm School of Economics, Research Report #13*. Stockholm: Institute for Research in Economic History.
- Laughlin, James Laurence. 1905. "A Theory of Prices." *American Economic Association* 6 (1): 66–83.
- . 1912. *Banking Reform*.
- Law, John. 1705. *Money and Trade Considered: With a Proposal for Supplying the Nation with Money*.
- Loyd, Samuel Jones. 1844. *Thoughts on the Separation of Departments of the Bank of England*. London, Pelham Richardson.
- Machlup, Fritz. 1935. "Professor Knight and the 'Period of Production.'" *Journal of Political Economy* 43 (5): 577–624.
- Macleod, Henry Dunning. 1897. *The Theory of Credit. Volume II - Part II*. Second Edi. Longmans Green and Co.
- McCulloch, John Ramsey. 1831. *Historical Sketch of the Bank of England*.
- Mehrling, Perry. 2013. "The Inherent Hierarchy of Money." In *Social Fairness and Economics*, edited by Lance Taylor, Armon Rezai, and Thomas Michl, 394–404.
- Menger, Carl. 1892. "On the Origin of Money." *The Economic Journal* 2 (6): 239–55.
- . [1871] 2007. *Principles of Political Economy*. Edited by Ludwig von Mises Institute. Auburn, Alabama.
- . [1892] 2013. *El Dinero*. Union Editorial.
- Minsky, Hyman P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*.
- Mises, Ludwig von. 1953. *The Theory of Money and Credit*. Yale University Press. <https://doi.org/10.2307/2607539>.
- Moulton, Harold G. 1918. "Commercial Banking and Capital Formation : III." *Journal of Political Economy* 26 (7): 705–31.
- Norman, Ben, Rachel Shaw, and George Speight. 2011. "The History of Interbank Settlement Arrangements : Exploring Central Banks' Role in the Payment System." Bank of England Working Papers No. 412.
- Palyi, Melchior. 1936. "Liquidity." *Minnesota Bankers Association*.
- Parnell, Henry. 1829. *Observations on Paper Money, Banking and Overtrading*.
- Patinkin, Don. 1965. *Money, Interest and Prices*. 2nd Editio. New York: Harper and Row.
- Rallo, Juan Ramón. 2012. "Lección 4 - Los Grandes Debates Monetarios En La Inglaterra Del s. XIX." 2012.
- . 2013. "Dos Críticas Habituales Contra La Doctrina de Las Letras Reales." <https://juanramonrallo.com/dos-criticas-habituales-contra-la-doctrina-de-las-letras-reales/>.
- . 2019a. "The Issue of Free Banking During the Bullionist Controversy." *Journal of the History of Economic Thought* 41 (1): 99–115. <https://doi.org/10.1017/S105383721800041X>.
- . 2019b. *Una Crítica a La Teoría Monetaria de Mises*. Unión Editorial.
- Ricardo, David. 1811. *Reply to Mr. Bosanquet's Practical Obsevation on the Report of the Bullion Committee*.
- . 1816. *Proposals for an Economical and Secure Currency*.



- Ricketts, Martin. 2015. "Adverse Selection, Gresham's Law and State Regulation." *Economic Affairs* 35 (1): 109–22. <https://doi.org/10.1111/ecaf.12108>.
- Rist, Charles. 1966. *History of Monetary and Credit Theory: From John Law to the Present Day*. New York: Augustus M. Kelley.
- Rothbard, Murray. 2002. *History of Money and Banking in the United States. The Colonial Era to World War II*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Samuelson, Paul A. 1966. "A Summing Up." *The Quarterly Journal of Economics* 80 (4): 568–83.
- Selgin, George. 1987. "The Stability and Efficiency of Money Supply under Free Banking." *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 143 (3): 97–118..
- Smith, Adam. [1776] 1976. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith, vol. II. Oxford University Press.
- Smith, Vera Constance. 1936. *The Rationale of Central Banking and the Free Baking Alternative*. Westminster: P.S. King & son, Ltd.
- Spencer, Herbert. [1854] 1891. *Essays: Scientific, Political, and Speculative*. Vol. 3. London: Williams and Norgate.
- Sraffa, Piero. 1932. "Dr. Hayek on Money and Capital." *The Economic Journal* 42 (165): 42–53.
- Tarkka, Juha. 2019. "What Can We Learn from the Real Bills Doctrine?" *Credit and Capital Markets* 52 (1): 89–113. <https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.89>.
- Thornton, Henry. 1802. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*.
- Torrens, Robert. 1857. *The Principles and Practical Operation of Sir Robert Peel's Act of 1844 Explained and Defended*. London, Longmans.
- Tucker, Paul. 2009. "The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System: Last Resort Lending, Market-Making, and Capital." In *International Conference on the Financial System and Monetary Policy Implementation, at the Bank of Japan*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2009/last-resort-lending-market-making-and-capital.pdf?la=en&hash=865CB05D0E2E106B1C469680EB26023A8EE218BC>.
- Willis, Henry Parker, and George W. Edwards. 1922. *Banking and Business*. Harper & Brothers Publisher. New York and London.
- Wilson, James. 1859. *Capital, Currency and Banking*. 2nd Edition. D.M. Aird, "Economist" Office.
- Withers, Hartley. 1915. "Lombard Street To-Day." In *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 12th Edition.