
LIQUIDEZ

Melchior Palyi*

Profesor y Economista

Economista jefe del Deutsche Bank

RESUMEN

El economista Melchior Palyi desarrolla el concepto de liquidez como piedra angular de la economía moderna ¿Cómo pueden los empresarios aportar coordinación al sistema? ¿Cómo se difunde la información a través del sistema de precios? ¿Cómo esa información fragmentada es integrada en el mercado? Fekete establece el arbitraje como la fuerza impulsora del proceso de mercado, desmontando el análisis estático de equilibrio entre oferta y demanda.

Sobre el autor

Melchior Palyi nació en Budapest en 1892 y falleció en Chicago en 1970. Se educó en Hungría, Suiza y Alemania y enseñó en la Escuela de Negocios de la Universidad de Berlín después de recibir su doctorado en la Universidad de Múnich. En 1928 se convirtió en economista jefe para el Deutsche Bank, el por entonces mayor banco del continente europeo. Desde 1931 a 1933 el Dr. Palyi fue consejero para el Banco Central alemán y director ejecutivo de su instituto para la investigación monetaria. Abandonó Alemania después de que Hitler llegase al poder, y después de una

*Publicado originalmente en 1936 como *Liquidity* por la *Minnesota Bankers Association*. El apéndice *Illiquid Central Bank: Graveyard of the Currency* apareció como *Asset Liquidity – A Restatement* en el boletín del Dr. Palyi #366, el 11 de agosto de 1958. Traducción por Sara Marín. Revisión técnica por Gustavo Vargas. Para cualquier sugerencia y/o recomendación, podéis escribir a ge.vargasn@gmail.com.

corta estancia en Londres como invitado del Midland Bank, vino a Estados Unidos. Trabajó como profesor visitante e investigador económico en tres universidades – Chicago, Northwestern y Wisconsin. El Dr. Palyi escribió varios libros, incluyendo *The Twilight of Gold: Myths and Realities*, *The Chicago Credit Market*, *Managed Money at the Crossroads*, y *An Inflation Primer*. Fue un contribuyente frecuente para la Commercial and Financial Chronicle de Nueva York y escribió una columna semanal para Chicago Tribune.

Antal E. Fekete, profesor de Matemáticas y Estadística, homenajeado en la Universidad de Newfoundland, se graduó desde la Lorand Eotvos University en Budapest en 1955 y emigró a Canadá después de la Revolución Húngara de 1956. Estudió en la Universidad de Ottawa y la de Columbia, y ha estado en la Facultad de Memorial University desde 1958. El profesor Fekete ha sido un estudiante de la ciencia monetaria y bancaria desde 1959. Es un investigador docente de Committee for Monetary Research and Education y autor de dos de las monografías del Comité: *Borrowing Long and Lending Short: Illiquidity and Credit Collapse* (1983) y *Resumption of Gold Convertibility of the U.S. Currency* (1984).

1. Introducción

¿Cuándo un río deja de ser un río? En el momento en el que descienda al nivel del mar. Cambios significantes y visibles ocurren en ese momento. La ecología del agua cambia. Las moléculas de agua pierden su potencial y energía cinética, que se convierten en entropía.

De manera similar, el flujo de infinidad de bienes desde los productores al mercado también se somete a una metamorfosis notable cuando está en vista del consumidor. Adam Smith se dio cuenta de este fenómeno cuando formuló el concepto de capital social circulante. Por este término describió la masa de bienes terminados o semi-terminados que ha alcanzado suficiente proximidad al consumidor por lo que su destino de ser consumido no se puede poner más en duda.

La analogía entre el flujo de bienes hacia el mercado y el río fluyendo hacia el océano puede ser extensamente extendido a incluir la *entropía económica*. Los

riesgos e incertidumbres, tan características de la producción y procesamiento en sus etapas más tempranas, casi por completo desaparecen en el momento en el que los bienes forman parte del capital social circulante. La especulación y asunción de riesgo revelan los procesos automáticos de distribución. La entropía, por tanto, puede ser concebida como la reducción o desaparición de la incertidumbre y riesgo ocurriendo *pari passu* con la maduración de los bienes.

La desaparición de la incertidumbre y el riesgo, así como la aparición del capital social circulante, p.ej., el incremento de la entropía económica, se manifiesta de una manera más dramática, específicamente, en forma de liquidez. Para Adam Smith, la liquidez era equivalente a la circulación espontánea de los billetes reales en el Manchester y Lancashire de su época. Hoy, la liquidez es un concepto más impreciso, debido a los desarrollos en banca y el predominio de los préstamos bancarios que se adelantaron espontáneamente a la circulación de billetes. Hoy, la liquidez se refiere a la comerciabilidad de los activos bancarios, incluyendo los activos de los bancos centrales.

Melchior Palyi, un experto en la teoría y la práctica de la banca moderna, publicó por primera vez su obra maestra *Liquidity* en el catastrófico año de 1936, el año en que *La Teoría General del Interés del empleo, el interés y el dinero* de John Maynard Keynes fue publicado. Como manifiesto para detener la incipiente tendencia de la “gestión de patrimonios” *Liquidity*, de Palyi no triunfó. Los lectores más tardíos pueden ser testigos del hecho de que es lógica pura, el análisis incisivo y la perspectiva histórica son mucho más superiores que lo que ofreció Keynes en su Teoría General. Para Keynes, la "preferencia de la liquidez.^{es} el pecado original, que ha de ser luchado con cada medio disponible; si es necesario, con el fuerte brazo del gobierno. Por contraste, para Palyi, la liquidez es una virtud inmaculada, que ha de ser protegida y preservada a toda costa.

En *Liquidity*, Palyi expone la falacia inherente de la teoría cuantitativa del dinero: que la velocidad de circulación es una variable independiente no sujeta al control de la política monetaria. Él muestra que la velocidad puede ser controlada solo por una política bancaria que respete la liquidez. La velocidad no puede huir si todos los préstamos bancarios están en un estricto corto plazo (91 días o menos).

Además, Palyi rompe con la estructura keynesiana de la teoría del empleo. La política bancaria en cuanto a los principios de la liquidez *promueve* el empleo, mientras que la política monetaria despectiva de aquellos principios debe básicamente *impedir* el empleo. Adquiriendo activos, un banco actúa como distribuidor del capital entre usos a largo plazo y usos a corto plazo. La estructura de un banco líquido tiende a dar preferencia a aplicaciones intensivas en trabajo más que a aquellas con un capital con mayor requerimiento fijo por unidad de trabajo. Por la misma señal, la estructura de un banco líquido hace más fuertes a los negocios de tamaño mediano en oposición a la enorme preocupación de que es favorecido por un sistema ilíquido.

Palyi anticipó y refutó la cuasi-científica teoría de Keynes y su *epigoni*, quienes han argumentado fuertemente y de manera persuasiva de que es una sólida economía y que el gobierno para las finanzas pública funciona, así como los subsidios agrícolas e industriales, a través de la venta de valores al sistema bancario. Palyi hace hincapié en que tal política debe, en esa trayectoria, dar lugar a un completo estancamiento de los activos del sistema bancario, en el punto en que la liquidación de los activos no es posible excepto por una enorme concesión en el precio.

Palyi explica que si el valor de los activos del banco ha sido diezmado y desestabilizado, entonces el colapso del valor de la moneda no puede quedar mucho más atrás. No hay tiempo de separar una de la otra, cualquier otra cosa que un reflejo puede ser separado desde su propietario. Y no hay salvación en la intervención del banco central. El banco central solo puede apoyar los valores del mercado a cosa de hacer su propia posición más ilíquida. Mientras que un banco central razonablemente líquido puede temporalmente “sostenerse ante el temporal” un banco central ilíquido será barrido por el tornado. El día en que ve al mercado de bonos buscando refugio en el Banco Central también se verá la desaparición de la moneda. Palyi de manera apta se dio cuenta de que un banco central ilíquido es la tumba de la moneda. Por tanto, *La Teoría General* de Keynes debe ser vista como un anteproyecto para la eutanasia no solo para el arrendatario sino también para la moneda.

Esta edición de *Liquidity* incorpora cambios menores de la editorial, así como un apéndice: *Banco Central Ilíquido: La tumba de la moneda*, escrita por Palyi en 1958. El último artículo claramente muestra el desánimo del autor sobre el libertinaje del sistema de la Reserva Federal en la violación de la ley de la misma de 1913.

Sin exageración, debemos decir que nuestra comprensión de la pasajera escena económica no puede estar completa sin la comprensión previa de la dicotomía de los conceptos de liquidez e iliquidez notablemente desaparecidas del vocabulario de la mayoría de los escritores contemporáneos sobre el dinero, banca y economía. Los líderes nacionales en el gobierno, banca e industria, quienes desean reconstruir las vibrantes economías nacionales y un sólido sistema financiero internacional, deberían estudiar la convincente presentación en *Liquidity* de Melchior Palyi.

Antal E. Fekete Memorial University de Newfoundland St. John's, Newfoundland,
Canadá Octubre de 1984

2. La doctrina de la liquidez del liberalismo

Los escritores del siglo XVIII bien tomaban por seguro que los bancos comerciales debían de estar preparados para encontrarse con cualquier demanda para rescatar sus billetes pagando dinero metálico, o ignoraron algo; pero ninguno de ellos discutió sobre las implicaciones económicas de una estructura de crédito a corto plazo. Desde Adam Smith y la publicación de *La Riqueza de las Naciones* (1776), la estructura del crédito a corto plazo se ha convertido en una parte integral del sistema manejado por la economía del hombre según su punto de vista desde su interés propio racional y largoplacista.

Según la teoría desarrollada por H. Thornton (1802) y J. Fullarton (1844), los bancos no añaden necesariamente al volumen de los materiales circulantes, sino que solo “monetizan” tales instrumentos de crédito como habían existido antes en una forma inmediata circulante. Por la propia naturaleza de sus negocios, los bancos solo pueden incrementar el volumen del dinero de manera temporal; el reflujo de sus créditos de corto plazo y automáticamente auto liquidables limita tanto el tamaño como la duración de la expansión. El mecanismo bancario es tal para adaptar el volumen de crédito al flujo de bienes de una manera “elástica”.

Esta teoría, desarrollada plenamente en la primera mitad del siglo XIX, pronto absorbió tres grandes modificaciones. La primera tenía que ver con la banca central y era el resultado de la duración del desacuerdo entre la *Banking School* (Escuela bancaria) y la *Currency School* (Escuela monetaria): se afirmó que las cosas no funcionan de manera automática, y por tanto el banco central debía aplicar los frenos para evitar la especulación masiva y moderar el pánico. Segundo, se tenía que reconocer que las reglas para la liquidez de los préstamos bancarios no siempre, o al menos no de manera completa, se aplican a las reservas (secundarias) bancarias, como las securities comerciables, especialmente. Las letras del tesoro pueden ofrecer una forma más inmediata forma liquidada de inversión. Por supuesto, esto no estaba previsto que llegara a ser más que una moderada porción de los recursos bancarios.

Una tercera modificación fue desarrollada en Alemania. Los bancos alemanes, desde el principio, violaron las clásicas reglas de liquidez. Combinaban banca comercial con banca de inversión, y financiaban el desarrollo industrial en unos fundamentos a corto plazo. Por consiguiente, los expertos alemanes argumentaban que las bases del crédito líquido habían sido expandidas al incluir bienes en el proceso de producción, además de aquellos en proceso de transacciones comerciales. El *Kontokorrent-Kredit* alemán ha sido invertido, por esta teoría, con los atributos de la letra de cambio comercial inglesa; el concepto de liquidez ha sido estirada hasta incluir la provisión de capital de trabajo también. Aun así, la teoría clásica mantuvo su posición predominante, no solo como postulado de lo que la banca debería de ser, sino también como una supuesta descripción de lo que es. Esto a pesar del hecho de que los bancos comerciales (con la posible excepción de unas pocas instituciones dominantes en Francia y Holanda) han estado profundamente envueltos en los negocios de los títulos y finanzas a largo plazo. Los alemanes aprobaron, o al menos se enfrentaron a este desarrollo, mientras que los británicos desaprobaron o intentaron pasarlo por alto.

3. Una revolución en el pensamiento monetario

No fue hasta la 1ª Guerra Mundial cuando se había conmovido el pensamiento de la humanidad en lo “básico” se hizo un ataque general en que la liquidez ideal surgiese. En América, vino especialmente desde la frontera financiera en el medio oeste donde la heterodoxia en tales asuntos había sido popular, y donde incluso las convulsiones cíclicas más duras habían fracasado en alterar el optimismo de una comunidad de pioneros especuladores en el mayor desarrollo del sector inmobiliario de la historia.

La enseñanza y la banca tradicional han aceptado, tanto en América como en todas partes, el pensamiento británico sobre la liquidez; pero la práctica bancaria ha estado lejos de aceptarla. Consecuentemente, ofreció un blanco fácil para atacar a la escuela Institucionalista. En 1918, en una serie de artículos del *Chicago Journal of Political Economy*, H. G. Moulton llevó a cabo uno de los más brillantes ataques de esta escuela contra la doctrina tradicional. Su argumento fue que muy pocos

préstamos comerciales podían depender de la liquidación; y en épocas de crisis ninguna liquidación puede ser posible. Los préstamos se basan mucho más en una permanente “alianza” de bancos con otros negocios que en el financiamiento de transacciones específicas completadas, y son menos “líquidas” que los valores comerciables. La liquidez, de hecho, en el sentido de liquidación, sólo tiene sentido para la empresa individual. El sistema monetario como un todo, según Moulton pensaba, no conoce ninguna liquidación más que el movimiento de activos de un banco a otro. La capacidad de cambio sustituye la liquidez; la banca se convierte en un asunto de elegir adecuadamente los activos comerciables, y la política bancaria un asunto de asegurar los mecanismos para crear o mantener la capacidad de cambio.

Esta doctrina, concebida en una época de prosperidad y expansión crediticia, parecía estar perfectamente ligada con el desarrollo moderno. Da unos fundamentos cuasi-científicos a la vieja petición de que los bancos comerciales suministren a la industria con al menos su “capital de trabajo permanente”, y rechaza la idea de crédito a corto plazo incluso en documentos tan cautelosos como el británico Informe MacMillan de 1931 ante la propuesta de la organización financiera de la City con la industria a gran escala británica “más coordinadora”. También es el fundamento sobre la que la propaganda para los trabajos públicos y subsidios sean financiados por la venta de valores públicos a los bancos, ha sido construido durante esta depresión. Más allá, sustenta las nuevas ideas monetarias tan importantes para nuestras ideas de control monetario basado en algún tipo de aproximación a la teoría cuantitativa.

Al comienzo del siglo XX, la tradición de la teoría cuantitativa del dinero había sido representada sólo por unos pocos economistas de corte matemático y por “excéntricos” del dinero. Los sistemas monetario y bancario parecían tener una sólida base y estar poco expuestos a las interferencias exteriores del que el enfoque cuantitativo solo tenía un interés puramente económico. El colapso de las principales monedas durante la 1ª Guerra Mundial enseñó una nueva experiencia y mostró que el control monetario podía ser utilizado para casi cualquier propósito. Coincidió, y no simplemente por casualidad, con el redescubrimiento (también por

los estudiantes americanos Davenport y C. A. Phillips, 1916) del hecho de que la mayor parte de los depósitos habían sido creados por los propios bancos. La Escuela Moulton promovió las bases del uso de la teoría cuantitativa de modo que se acercara a los propósitos políticos. Si el crédito carece de “calidad” salvo que alguno esté hecho de manera artificial, entonces, por supuesto, la manipulación estrictamente cuantitativa del volumen de crédito es “auténtica”.

Prácticamente todas las monedas reformadoras, apuntando a algún precio, o estabilización de empleo o renta por el control del volumen monetario, tienen sus cimientos en común en la crítica de Moulton en el principio tradicional de liquidez. Consecuentemente, el término “liquidez” no se vuelve a dar en los libros más actuales que tratan sobre la teoría bancaria, o sobre el ciclo económico. Su interés se centra en problemas cuantitativos “medibles”, y el control para ser ejercido sobre el volumen del dinero. Los problemas “cualitativos” de la política bancaria son ignorados o ridiculizados.

Contrariamente al *communis* opinio de generaciones previas, la mayoría de reformadores monetarios niegan la relevancia, incluso la existencia, de cualquier distinción fundamental entre la inversión a corto plazo y la inversión a largo plazo, entre un billete y un bono, un pagaré y una hipoteca. Ellos niegan la opinión del sentido común según la cual la calidad de los activos bancarios es altamente responsable de generar o destruir el crédito, a cualquier alcance y arbitrariamente, dependiendo únicamente de los requerimientos legales o tradicionales de la reserva de caja.

Por otra parte, a la mayoría de los “veteranos” aún les gusta argumentar contra la simple aritmética de la teoría cuantitativa y exagerar los aspectos cualitativos del crédito bancario. Les gusta asumir que los bancos no ejercen ningún control en absoluto sobre el volumen de crédito, y argumentar bien a favor de la libertad de la banca comercial, o bien de la interferencia limitada de suavizar las reglas de la liquidez (elegibilidad). Es difícil decir cuál de las dos escuelas de pensamiento es menos realista. Ambas son culpables de ignorar los problemas de los que no parecen ser capaces de incorporar a su línea de pensamiento.

4. El significado de la liquidez

La confusión actual es principalmente debida a la falta de consideración en el uso del término “liquidez”. A menudo se confunde con un concepto de tipo físico: circulante, opuesto al capital permanente. Pero el concepto carece de sentido sin la referencia a las obligaciones contractuales.

La liquidez, a primera vista, es la capacidad de satisfacer las obligaciones financieras. Esto, uno por uno, *no* es idéntico con las reservas (principales) de caja. La ratio de efectivo es un asunto menor comparado con el estado de las ganancias de los activos bancarios. Si éstas son “líquidas”, el efectivo necesario, dado un mínimo habitual, se encuentra de manera fácil. El decrecimiento gradual de la ratio de efectivo en Inglaterra para ver los pasivos de un 25 por ciento a un 30 por ciento en el siglo XVIII a alrededor de un 6 por ciento a un 7 por ciento en la década de los años 20 del siglo XX (los últimos consistían principalmente en balances del banco central) no es en absoluto poco seguro. Debe ser visto con los debidos cambios en la estructura de los pasivos (depósitos en vez de pagarés); para aumentos en el uso de los sustitutos monetarios (por ej., cheques); y cambios en la composición de los activos rentables de los bancos. Menos natural desde el fin de la 1ª Guerra Mundial fue la reducción de la ratio de reservas en los bancos de las ciudades americanas del 25 % al 10 % al 13 % para los depósitos corrientes y al 3 % para los depósitos de ahorro; y la práctica de los bancos alemanes de reducir el efectivo del 2 % al 4 %. De forma más cuestionable, a cualquier tasa, donde las prácticas en América de incluir balances con interés de otros bancos entre productos de efectivo, o la rutina inglesa de contar esos créditos a tiempo o con poca anticipación como “till money (dinero mantenido por un banco ante la hipótesis de un requerimiento de efectivo para el día a día)”.

En realidad, la tendencia a largo plazo de reducidos almacenes de efectivo no es debido a la mejorada liquidez de los activos rentables, sino a los desarrollos del mercado que permiten la venta (intercambio) de activos a gran escala.

Los mercados de valores se han desarrollado hasta un punto impredecible; los bancos centrales e incluso los gobiernos han puesto sus recursos a disposición de

los bancos para que puedan hacer posible las liquidaciones, etc. Estas tendencias señalan la “relatividad” del concepto de la liquidez. Este patrón, la ratio de efectivo y la liquidez de los activos rentables, están determinados por un número confuso de factores. Dependerán, por ejemplo, en hechos como la seguridad del público en los bancos. Optimismo y pesimismo del carácter cíclico es aún más importante. Las normas establecidas de lo que es práctica correcta ejercen muchísima influencia “irracional”, también. Aún más importante es la organización monetaria del país. La liquidez de los bancos es un concepto que carece por completo de sentido en una moneda con inflación progresiva, el ideal de lo que es escapar de la dificultad de la depreciación de los fondos de liquidez. (En 1923, los alemanes lo llamaban *Substanzwerte*, significando todo desde bienes inmuebles a cajas de cerillas vacías.) Una unidad monetaria con alta fluctuación de contenido en oro permite a los bancos comprometer considerablemente los estándares de la discriminación de crédito: el término “liquidez” está atado con un sistema monetario que limita la cantidad de efectivo disponible según “las reglas del juego”.

La mayor parte de la confusión proviene, sin embargo, del hecho de que la liquidez está generalmente pensada como la habilidad o disposición de “liquidar”. El enfoque dinámico argumenta que no hay liquidez en absoluto, debido a que no puede ser liquidado todo el sistema, y omite la posibilidad o el peligro de alguna liquidación parcial. El problema de un banco puede ser satisfactoriamente eliminado si los otros son capaces y lo suficientemente líquidos para cuidar de él; o si el crecimiento actual de ahorros cubre el déficit del banco y si fluye en la dirección deseada; o si el gobierno se entromete; o si la ayuda extranjera está disponible. Quizá alguna combinación de todo el “dinamismo” puede resolver el problema y posponer el día fatídico. Pero no funciona el intentar eliminar el problema mediante la ilusión, lo cual ignora el hecho de que el total de activos bancarios no pueden tener un valor contable mayor que el total de sus pasivos. Consecuentemente, los depósitos de un banco deberían de ser capaces, en cualquier momento, de comprar los activos. Si los dueños de esos depósitos están dispuestos a comprar las alzas de los activos del banco se incrementan las dudas sobre los precios. La demanda para tan grande variedad de bienes como los activos de la estructura de una banca nacional puede

ser difícilmente inelástica en conjunto. Puede suponer terribles rebajas de precios hasta agotarse, pero es inútil argumentar que no existe problema de liquidación debido a que los activos no se pueden agotar a gran escala. El argumento ignora la posibilidad de liquidación de la *caída de precios*. Incluso la tierra puede ser liquidada en masse, como la mayoría de los bienes inmuebles cambiaron de manos durante la inflación de 1923, cuando los precios, en oro, cayeron lo suficiente.

De todas formas, la observación de las reglas de la liquidez no implica la preparación para la liquidación. Al contrario, *liquidez significa preparación para evitar la liquidación*. La liquidación periódica de cada banco individual o transacción bancaria a corto plazo no debería de ser confundida con la liquidación de una parte del total. *Una estructura líquida nunca se liquida; solo lo ilíquido proviene de la presión de la liquidación*. “Liquidez perfecta” significa que, por cualquier duración de tiempo, todas las obligaciones financieras están satisfechas sin liquidación neta del capital. Una sociedad líquida ha ajustado sus obligaciones al flujo de sus ingresos, tanto en cantidad como en fechas de vencimiento, así las ventas forzadas no deberían de suceder (si no contamos la guerra u otros factores extra-económico). Una iliquidez abierta (opuesta a la iliquidez oculta) significa o bien un rechazo a pagar (ej., bancarrotas colectivas, moratoria y controles de cambio), o la necesidad de ventas forzadas de activos bancarios, o ambas. El primer método elimina el problema arrancando la estructura legal y crediticia; la última recupera la liquidez, pero a expensas de crisis y depresiones.

5. La responsabilidad de la iliquidez

Para una empresa que “vive” de la creación del crédito, el problema de la liquidez coincide virtualmente con su poder adquisitivo. La rentabilidad del banco depende del “crédito” del banco, que se basa en la suposición de su liquidez; y esta suposición por turnos desaparece si el banco deja de ser una preocupación. Ahora la rentabilidad, en primer lugar, es un problema de costes. Su aumento presagia la creciente iliquidez. Para los bancos, más que en cualquier otro sector, la rentabilidad a largo plazo es un asunto de provisión para las pérdidas. La liquidez del banco, por tanto, comienza con una ratio de capital adecuada (ej., la ratio de los

ingresos invertidos adecuadamente en pasivos). El evidente declive de esta ratio en la hoja de balance de bancos comerciales durante el último siglo se debe a causas similares a las de la ratio en efectivo: de 1:3 a aproximadamente 1:8 en Estados Unidos, y a algo parecido a 1:13 en Inglaterra y Francia, y aún menos en Alemania. Era aproximadamente 1:25 en la *Danatbank*, el fracaso mediante el cual en 1931, perdiendo más de su capital en una simple transacción crediticia, precipitó el crash de Berlín. Pero desde la perspectiva de la liquidez, tanto los ingresos como la reserva en efectivo son solo consideraciones menores. Ambas representan el punto de vista inmediato o táctico, más que el visionario o estratégico, de la liquidez de activos rentables.

A este respecto, la primera elección es entre los préstamos a corto plazo y las inversiones (bonos). Los últimos son presuntamente mucho “más seguros”. Pero entre 1902 y 1914, por ejemplo, en un periodo de presupuestos equilibrados, uno de los “Cinco Grandes” bancos ingleses tenía severas pérdidas en sus inusuales grandes tenencias de títulos de deuda (bonos perpetuos) que han sido consideradas las inversiones más “sólidas” o “estables” del mundo durante casi un siglo, pero después cayeron, como tantas veces antes, con tendencia al alza del ciclo. Incluso los títulos de “primera clase” a largo plazo implican riesgos muy importantes, debido a las cotizaciones que fluctúan en los mercados. Para evitar pérdidas, los bancos están obligados a agotar su conjunto de valores cuando sus precios caen de manera constante; este es un caso típico de una perfecta inversión “buena” que causa liquidación y, por tanto, no ha sido “líquida”. Si más del 50 % de los activos de los bancos americanos invierten ahora en bonos gubernamentales (la mayoría a largo plazo), el peligro es bastante serio. Un problema mucho más pronunciado prevalece en Alemania e Italia; menor en Inglaterra. No es como si la ruptura del crédito público fuese un peligro inminente, pero una menor caída en los precios de aquellos valores olvida las ganancias e incluso el capital de los bancos, por no hablar del peligro del valor de las demandas a largo plazo de los bancos. Continúa sin decir que solo el papel “con capacidad de movimiento” es recomendable para la reserva secundaria o la cartera de inversión de bancos comerciales. La práctica de muchos bancos americanos de invertir mayores cantidades en hipotecas era ex-

tremendamente peligroso, especialmente cuando era la base en el fundamento de la sobrevaloración imprudente y casi criminal indiferencia para las reglas elementales de prudencia.

La diferencia en los vencimientos significa muchísimo más que el fuerte riesgo de la fluctuación de valores. Cuanto más larga sea la duración del préstamo, más conocimiento sobre condiciones futuras se necesita para la propia evaluación del crédito. Esto genera la cuestión de los préstamos del capital a la industria. Interconectar la concesión de crédito con las transacciones comerciales permite una visión en su naturaleza, y de este modo en los riesgos involucrados, que tiene que ser sustituido si no por un conocimiento profundo de todo el negocio y sus perspectivas en un rango mucho más amplio. Ciertamente que, en Europa central, hay un tipo de banquero versátil que supuestamente maneja los problemas involucrados en una administración industrial tanto como los viejos banqueros que manejaban letras comerciales. Pero los resultados son tales que uno que tiene dudas sobre el valor social del Superman de las finanzas, por no decir de la prudencia (y posibilidad) de alimentarle en grandes cantidades. Incluso aquellos que se adhieren a la teoría del cambio están cada vez más inclinados a reconocer que esto está en la esfera de seguridad e inversiones hipotecarias, y créditos industriales a largo plazo, que de lejos la mayoría de los errores de los bancos y pérdidas ocurren.

Más allá, los créditos a corto plazo implican un reflujo automático que significa muy poco si, por ejemplo, los clientes de la industria americana liquidan una vez al año y tienen su crédito recuperado dos semanas después. El principio del reflujo, si se aplica adecuadamente, ayuda a controlar el crédito en dos direcciones: el total volumen expandido, igual que su uso para propósitos a corto y largo plazo. Es de alguna manera mecánica pero un recurso muy útil para suplementar el juicio de los banqueros del riesgo de crédito o comprobarlo. Esta revisión no existe, *ex definitione*, en el caso de los créditos a largo plazo.

El mayor riesgo, de todas formas, en créditos que provienen del capital circulante o fijo, es la amenaza de su permanente renovación y expansión. La suposición subyacente de que tal provisión de capital es que los altos beneficios del deudor, y un floreciente mercado de capitales, cuidarán del crédito bancario a su debido tiempo.

La previsión puede confirmada en los buenos tiempos. Pero una estructura bancaria que se embarca en financiación a largo plazo con antelación a futuros problemas de seguridad corre incluso más riesgos que el peligro excesivo de la inmovilización de los fondos bancarios. El buen dinero puede ser desechado después del malo, debido a la anticipación de la pérdida total de la inversión original. La interconexión de la industria y las finanzas debido a esta combinación de banca comercial y banca de inversión significa que normalmente los bancos son controlados por la industria antes que lo contrario.

Según la mayoría de las normas actuales, el banco ha acometido su deber cuando ha utilizado sus fondos de su superávit para “correctos” préstamos con aval. Esta política, mientras continúa, salvaguarda a los bancos de las pérdidas. De hecho, los bancos raramente mantienen las pérdidas en préstamos bursátiles. Durante la última crisis, los créditos a los especuladores acuden, al parecer, ¡a la manera “más segura” para confiar el dinero de sus depositantes! Y la experiencia de las crisis previas con muchos préstamos lombardos en títulos o en bienes con plenitud de “margen” ha sido similar. Existía, de todas maneras, el “contratiempo”. Los bancos tuvieron que liquidar los mismos tipos de garantías que ellos mismos han poseído, y arriesgaron la solvencia de sus clientes comerciales forzando ventas en la parte de los deudores avalistas.

El crédito con garantía es quizá el problema más importante de la liquidez bancaria. Utilizado como un término técnico, simplemente significa salvaguardas adicionales para el préstamo, sin ninguna implicación con respecto a su propósito. En el sentido económico, es claramente diferente de un préstamo comercial porque generalmente está separado de cualquier transacción genuina en el curso de la “normal” venta de bienes. El problema es especialmente relevante en vistas de que el hecho de que los préstamos con garantía son probabelmente ser la primera línea de defensa en caso de un drenaje de los recursos en efectivo del banco. Pueden rápidamente ser transformados en efectivo y, por tanto, “líquido” desde el punto de vista del banco individual. Pero, *para el sistema bancario como un todo*, los préstamos con garantía hipotecaria en grandes cantidades representan el peligro más serio de iliquidez. Involucran la necesidad de liquidación que en una crisis puede salvar la

institución, pero solo a expensas de la completa liquidación con sus consecuencias deflacionarias. Los desastrosos efectos de la cantidad de préstamos lombardos en la Bolsa de París en 1857, o de los préstamos de los brokers en Nueva York, especialmente en 1929, etc., son generalmente conocidos. Los últimos fueron particularmente desastrosos, debido a que los ocho billones de dólares en cuestión representaban en gran parte las reservas “líquidas” de los bancos de provincias.

La técnica de creación de depósitos a través de créditos de bancos a bancos es otro aspecto del mismo principio. El proceso es típico para casi cada periodo de “prosperidad”. La Ley de Presupuestos fue el instrumento por la cual las empresas especulativas más notorias han sido consentidas, acabando en desastre. Baring Brothers de Londres fracasó en 1892 con una ratio de 1:4 entre capital y aprobaciones. Una ratio menos favorable fue de nuevo característico para muchas casas de aceptación de letras de cambio en Londres en 1929. La expansión cuantitativa del crédito es especialmente importante cuando indica un deterioro de la calidad. Antes de la 1ª Guerra Mundial, las hojas contables de los bancos de Alemania mostraban durante un largo periodo de tiempo un crecimiento más rápido en aceptaciones que en depósitos, y los expertos alemanes empezaron a sospechar de esta práctica inflacionaria por la cual los bancos que competían desviaban los fondos de inversión en activos monetarios a sus clientes industriales. Los agitados años 20 revivieron esta técnica antigua de mercados prósperos. Comenzó con las aceptaciones legítimas con documentos adjuntos de envío y seguro. Gradualmente, los documentos se abandonaron y eventualmente cada referencia a la transacción comercial desapareció. A continuación, el “casi-reembolso” fue reemplazado a simples créditos de banco a banco transferidos en línea en fantásticas proporciones. Los bancos acreedores ayudaron a financiar el boom “restringiéndose” a ellos mismos a los activos “más líquidos”, a créditos garantizados a otros (extranjeros) bancos de primera clase. ¿Qué podía parecer más líquido que un balance con un banco de primera calidad? Pero ¿qué garantía tenía el acreedor de que el banco deudor mantendría liquidez a su vez?

6. Activos bancarios y la oferta de dinero

Asumamos que el sistema bancario está concediendo créditos comerciales únicamente a corto plazo y claramente de carácter estacional, y está siendo manejado de esta manera para evitar mayores errores. A unos precios dados, los bienes deberían de ser vendidos y las deudas a repagadas a los bancos estacionalmente no cambiándoles a otros bancos, sino usando los depósitos de los compradores. Ya que las temporadas no coinciden en todos los comercios, algunas empresas cogen créditos frescos a la misma vez que otros retiran los viejos. Las fluctuaciones temporales no resueltas automáticamente pueden estar cuidadas por un activo del Sistema de Reserva Federal. Cuando los precios caen, habiendo asumido los márgenes del crédito principal, los bancos no pueden sufrir pérdidas. No hay motivo por el que tal sistema debería entrar en liquidación por causas “endógenas”. Nada en su propia estructura podría causar liquidación y las huidas no tienden a ocurrir ya que la desconfianza en un sistema que no está “congelado en una mayor aventura de generación de pérdidas” es difícilmente posible. Dado que los bancos están adecuadamente administrados, sus fondos han sido utilizados exclusivamente para tales aventuras en las cuales el peligro de los bienes que no pueden ser vendidos (dentro de un tiempo razonable) está prácticamente excluido; “especulación” por suposición, no ha sido financiada con estos fondos.

Ahora asumamos la suposición mucho más realista. Supongamos que el país disfruta de un presupuesto equilibrado, y que el gobierno tiene una demanda temporal de fondos a corto plazo que podrían ser adecuadamente satisfechos por bancos comerciales. Similarmente, los bancos pueden, con la debida precaución, comprometerse en operaciones cortoplacistas en el mercado de divisas extranjeras. Por supuesto, una reserva en efectivo razonable, y una cantidad de reserva “secundaria” en forma de valores comerciables de primera clase puede ser dada por sentada, también, la última correspondiente a los fondos largoplacistas a disposición de los bancos.

Obviamente, las conclusiones previas aún poseen verdad bajo estas suposiciones más relajadas. El tema decisivo es que *el volumen de las transacciones comerciales normales*, ignorando las fluctuaciones temporales, *está difícilmente sujeta*

a cambios. En las actividades especulativas el flujo de ahorros en inversiones se pueden agotar, pero la vida básica comercial que proveen las necesidades básicas de los consumidores no puede parar. Tampoco los bancos son reacios a financiarlo. El Informe inglés MacMillan Report de 1931, así como el informe Hardy-Viner Report para la Hacienda norteamericana (1934), ambos profundamente deseosos de reformas, reafirmaron la vieja experiencia de que los créditos estrictamente comerciales siempre están disponibles en una comunidad de banca moderna, y a una razonable tasa de interés. Tampoco bajo las condiciones descritas, cambios necesarios en tecnología o consumo tiene mayor efecto liquidativo en el crédito total de los bancos. Causarán únicamente cambios permanentes en la distribución del crédito entre deudores, igual que las fluctuaciones temporales lo cambian temporalmente.

Por supuesto, factores “externos”, tales como conflictos internacionales y cambios revolucionarios en los fundamentos legales de la economía social, pueden aún alterar la estabilidad de este pedido (orden). No implica una panacea contra fluctuaciones menores, tampoco. Asumiendo que un colapso puede aún ocurrir, el hecho es que la liquidez del banco tendría el efecto de reducir el impacto de una depresión. Los bancos no se meterían en problemas – por definición. No incurrirían en pérdidas, y no sufrirían el pánico o temor del público. Tampoco podrían ser forzados en una mayor liquidación. Mientras el crédito que ellos garantizaron ha sido de un genuino carácter cortoplacista, su reembolso “automático” no estaría en peligro. Si, con el comercio menguando, el volumen de los nuevos créditos debería de ser reducido, este proceso deflacionario sería muy levemente comparado con el usual de una crisis, porque no involucra la necesidad de ventas forzadas en cualquier escala similar a la experimentada bajo las condiciones de liquidez. De hecho, la intensidad y duración de la crisis depende en gran parte de la resistencia en la que la estructura bancaria es o no capaz de ofrecer. Una estructura ilíquida lleva a un crash la cual una líquida no solo se evita por sí misma, pero puede suavizarse para el resto de la comunidad, siendo capaz de “venir al rescate”.

El tema principal, sin embargo, es que si el crédito bancario está ampliamente provisto en líneas comerciales a corto plazo, su volumen total no puede exceder

la demanda del propio capital circulante, p.ej., una suma proporcional con una cantidad de bienes fluyendo al mercado a precios que pueden ser vendidos. De hecho, el crédito bancario debería quedarse atrás de esta cantidad, porque no todas las transacciones necesitan ser financiadas por los bancos, no todos los que puedan necesitar financiación son suficientemente buenos riesgos, y todos los bienes comerciales deberían de ser financiadas solo con un margen considerable. A cualquier tasa, *el volumen total de los materiales circulantes está eficazmente limitado por el cumplimiento de las reglas de la liquidez*. Está limitado, como D. H. Robertson ha señalado, a un nivel bastante más bajo de la cantidad de dólares que representan el valor del capital circulante del país. *La elección discriminadora de los activos bancarios asciende a una restricción del volumen de depósitos*, dentro de límites reducidos. Por supuesto, durante el corto periodo entre prestar y reembolsar, el prestatario anota en su balance para hacer pagos los cuales de uno en uno pueden aumentar los depósitos de otros. Pero esta expansión crediticia está, mientras los bancos se adhieran a las reglas de la liquidez, bajo un control cuantitativo doble: su volumen es *comparativamente* estable, debido a que las fluctuaciones violentas y liquidaciones forzosas no son probables que ocurran; y la cantidad total está limitada por la demanda de crédito comercial a corto plazo y no se puede extender más allá. No hay, bajo las condiciones asumidas, expansión “automática” a los límites permitidos por las reservas de efectivo.

Es engañoso, sin embargo, asumir que la liquidez del banco es idéntica *eo ipso* (por sí misma) con una oferta monetaria estable o nivel de precios y completamente. Pero las perturbaciones en cuestión son, por naturaleza del sistema, ampliamente reducidas en comparación con una estructura ilíquida. La estructura líquida limita la posibilidad de fluctuaciones no permitiendo a la máquina bancaria proveer más moneda de la que es compatible con el volumen de bienes venideros, dentro de un corto período, a los precios dados. Y la banca líquida hace posible ejercer influencia mediante la política de descuento en la demanda para préstamos bancarios, lo cual se muestra “inelástica” bajo otras condiciones. *Un mercado monetario que sirve para amplios propósitos de inversiones a largo plazo es difícilmente capaz de adaptar su volumen crediticio a cambios en la tasa de interés*. La clásica teoría del control

del mercado-monetario por los cambios en la tasa de descuento y por operaciones de mercado abierto estaba basada en el supuesto de una estructura bancaria líquida. Una estructura bancaria líquida permite al banco central o al sistema de la Reserva Federal un poder cuantioso sobre las fluctuaciones del mercado. El fallo actual o insatisfactorio descuento operativo y la política de mercado abierto en mayores booms y depresiones refleja el hecho de que el sistema bancario ha sido ilíquido en cada caso.

Y esta no es toda la historia. Teóricamente, una política cuantitativa puede ser trazada para “dirigir” la oferta monetaria según los estándares preconcebidos. Pero la dirección monetaria *per se* puede acabar siendo un fracaso si los bancos ya se han comprometido entre líneas ilíquidas. La interferencia entonces conduce al colapso, lo que se suponía que iba a evitar. La banca líquida, por otra parte, alcanza la “estabilización” inhabilitando el gran boom y eliminando su consecuencia, la gran depresión. Además, el control puro monetario está limitado por la dificultad de controlar la velocidad del dinero en circulación. La velocidad es conocida como una variable independiente de la Ecuación Cuantitativa del Dinero. No varía necesariamente de manera directa con cambios en la oferta monetaria; puede variar de manera inversa. Consecuentemente los controles sobre la oferta de dinero no son suficientes para controlar los precios o las fluctuaciones de renta, dado que los cambios en la velocidad del dinero quedan fuera del ámbito de control. *La política basada en los principios de la liquidez, en cambio, tiene la ventaja de que permite un control indirecto sobre la velocidad del dinero, también.* Cuanto más corto sea el periodo entre el préstamo de fondos y la fecha de reembolso, menor es la probabilidad del uso repetido de los depósitos. El número de veces en que un depósito puede ser usado para el pago está naturalmente limitado por su duración, la cual depende de la duración del crédito para el cual el depósito fue creado. Además, liquidez significa control cualitativo del crédito restringiendo la actividad especulativa del boom que tiende a incrementar la velocidad del dinero. También significa contrarrestar las tendencias hacia el atesoramiento propias de la depresión, gracias a la provisión de un volumen de crédito comercial estable y a la

evitación de las liquidaciones forzosas por parte de los bancos y de los pánicos en ellos.

7. Distribución del capital y política crediticia

El sistema bancario no solo crea medios de pago, sino que también los distribuye. La aproximación puramente cuantitativa no se molesta en la segunda función, la cual es, de todas formas, no de menor importancia social. Todo el mundo sabe que los bancos utilizan su poder de actividad crediticia de una manera discriminatoria. Pero no es conocimiento común que el carácter de esta discriminación regula el volumen efectivo de la moneda. Tampoco se aprecian de manera general los efectos distribuidores del proceso.

La elección de los activos bancarios es un factor directo en la distribución del capital entre usos a corto plazo y a largo plazo. Una estructura líquida tiende a dar preferencia a industrias “intensivas en mano de obra”, en contra de la que tiene mayores requerimientos en capital fijo por unidad de trabajo, y *ceteris paribus*, a una iniciativa comercial más que a una industrial. La preferencia por proveer capital circulante también tiende a fortalecer las empresas de tamaño mediano en contra de la enorme preocupación que de uno en uno es preferida por un sistema ilíquido. Por supuesto, los bancos solo son una fuerza menor en la determinación de la estructura industrial, pero pueden contribuir de manera significativa. El movimiento de los fondos bancarios a unas finanzas industriales a largo plazo atrae, en esa dirección, a otros fondos también. El desarrollo industrial de los países ha sido fuertemente influenciado por tales prácticas que ayudaron al crecimiento a departamentos de gran escala más allá del punto del tamaño óptimo. Esto no significa, sin embargo, que la banca líquida proteja a la unidad pequeña contra el progreso tecnológico, o el “modo establecido de hacer cosas frente a la competición de nuevas maneras”, como dijo C.O. Hardy. El departamento industrial y comercial de la era del carruaje no tiene prácticamente acceso a los mostradores de préstamo de los bancos bien administrados, mientras que el crédito del banco ilíquido ha ayudado muchos departamentos ineficientes para sobrevivir más allá de lo socialmente deseable

No es un mero accidente que los países en los que los bancos están continuamente comprometidos a a finanzas industriales a largo plazo (como en Italia y Alemania), o en la financiación de valores industriales (como en Estados Unidos), han sido testigos de un crecimiento espectacular de departamentos de gran escala y monopolios. En Inglaterra, por otra parte, y especialmente en Holanda y Francia, donde las reglas de la liquidez fueron abandonadas en una tasa menos veloz, el desarrollo de departamentos a gran escala y monopolios fue mucho más lento y los departamentos independientes, tanto en manufacturas y en venta al por mayor, tenía una mayor oportunidad para sobrevivir. Esta diferencia no tenía nada que hacer, aparentemente, con red de sucursales bancarias; la concentración bancaria en Inglaterra e incluso en Francia ha progresado virtualmente tan lejos como cualquier otro.

Es difícil, sin embargo, estimar el alcance exacto al cual la política bancaria influencia en tales desarrollos a largo plazo. La influencia cíclica es más fácilmente apreciada. Dos puntos deben de ser enfatizados en esta conexión. Primero, el hecho de que una elección de activos ilíquidos del sistema bancario se calcule de manera acumulativa. Supongamos, por ejemplo, que compra hipotecas a gran escala. Al principio, la comerciabilidad y valor de hipotecas tenderá a subir y, consecuentemente, nuevos prestatarios tendrían aún mejores oportunidades de obtener más créditos en activos similares. La política crediticia de los bancos influye la distribución del capital más allá del volumen de los recursos bancarios utilizados. Segundo, la intensidad de la actividad “especulativa” es en gran parte un problema de distribución de préstamos (anticipos) e inversiones por los bancos. El flujo de los fondos bancarios en canales específicos puede comenzar o acelerar el ritmo de especulación durante esas líneas, generando fuerzas psicológicas tan características del optimismo agresivo de los negocios. Los bancos líquidos, por otra parte, implican control sobre el uso hecho de los fondos que han sido pedido prestados y la probabilidad de que serán aplicados a propósitos “productivos”. La política opuesta abre la puerta al financiamiento indiscriminado de todo tipo de empresas que tan a menudo resultan ser “burbujas” u otras malas asignaciones de capital.

Las orgías de gasto especulativas y la mala asignación de recursos con las consiguientes pérdidas no pueden, por supuesto, ser eliminadas por cometo, y pueden ocurrir sin ningún apoyo bancario. Pero es más importante que no deberían de ser magnificadas en dimensiones catastróficas. Esto depende principalmente de la política de los bancos en elegir sus activos. De manera indirecta, por mantener una inflación crediticia, y de manera directa, por financiar desviación de capital, los bancos llevan la responsabilidad del desastre. El crecimiento del sistema económico puede ser tal que compense, por nuevos ahorros “reales”, las pérdidas de capital debido a las inversiones “improductivas”. Sin embargo, puede ser falso la suposición de tal crecimiento, típicamente es la base de la filosofía de periodos de prosperidad.

Aunque el fenómeno de las alzas y bajas está comúnmente formulado en términos de un desequilibrio entre la oferta monetaria efectiva y el flujo de bienes, o entre el flujo de ahorros y el volumen de inversiones, etc., tales fórmulas cuantitativas tienden a pasar por alto la sucesión fundamental de causalidad. Es la financiación al por mayor de empresas fallidas con la ayuda de la expansión crediticia del banco la que genera el boom. Y es la descomposición de estas empresas y la repentina deshidratación del flujo del crédito bancario lo que necesariamente lleva al boom a detenerse. La aproximación puramente cuantitativa descuida este efecto distributivo del proceso bancario. Lo hace lanzando por la borda los principios de la liquidez. ¿Pero qué otros estándares razonablemente prácticos que limitan el volumen de moneda puede ser sustituidos? No hay dos reformistas monetarios que estén de acuerdo en qué medida de la oferta monetaria debería de ser estabilizada; ni en la técnica por la cual lograrla. Y ninguna “estabilización” puede vencer la dificultad de que, cualquier nivel puramente cuantitativo, bien inhibirá crecimiento legítimo, o permitirá sobre-expansiones ilegítimas.

Finalmente, la elección está entre tres posibles líneas de principios: el ideal antiguo de *laissez faire*, que deja a los bancos ser libres de seguir los antojos de la psicología de los negocios; la nueva religión de “controlar la oferta monetaria” manejando todo el poder sobre la estructura de crédito a fuerzas políticas; y un principio de cooperación entre la estructura bancaria líquida y una Reserva Federal activa. La

primera no merece la pena discutirla, en vistas a las violentas fluctuaciones de comercio que implica. La segunda promete estabilización, pero no tiene forma de eliminar el peligro de la iliquidez. No hay escape del problema de la liquidez; es idéntico con el tema de la inversión correcta o equivocada. El significado de la banca como una función social es supervisar los canales en los que el flujo de capital es dirigido. Ejerce esta función usando los fondos “líquidos” de sociedad de una manera en la que, lo más humanamente posible, evite pérdidas y liquidaciones forzosas. Los creyentes en el control monetario o ignoran este aspecto o asumen arbitrariamente que la mera manipulación del volumen de crédito resolverá de alguna manera este asunto.

Una política crediticia que descuide los estándares de liquidez tiene la gran ventaja de permitir -en teoría- “eternos” tipos de interés bajos y el desarrollo de “nuevas eras” de expansión aparentemente sin límites. Mientras la depresión prevalezca, los peligros involucrados no son posibles de imaginar para los de poca imaginación. Sin embargo, con el cambio en las perspectivas sobre el ciclo, el problema reaparecerá pronto –a menos que los factores dinámicos, tales como el crecimiento de la población, progreso tecnológico, y con iniciativa especulativa, deberían de ser virtualmente eliminados. Tan pronto como mayores actividades especulativas se desarrollen, incluso la administración monetaria más inteligente (¿y quién se atreve a asumir que siempre será inteligente?) no puede hacer mucho confiando únicamente en patrones cuantitativos. El tipo más salvaje de especulación fue característica en los años 20 sin mayor incremento en el nivel general de precios. En América, mientras la orgía de apuestas fue más intensa en 1928 y 1929, el volumen de demanda de depósitos que se someten a comprobación apenas creció. Fue el deterioro de la calidad de las inversiones, medidas por la iliquidez de los activos bancarios, que dirigieron la liquidación tan pronto como las pérdidas se hicieron visibles. Los principios de “estabilización” de la administración Roosevelt pueden, por supuesto, ser transmitidos más lejos por la inflación crediticia y las devaluaciones. La depresión puede ser evitada (o de manera más precisa, su impacto puede ser reducido) a expensas de la moneda y su estabilidad. Pero solo países muy fuertes pueden permitirse una cura tan drástica más de una vez; y es

muy dudoso que el rechazo del comercio internacional, el gravamen bélico, y otras repercusiones mundialmente económicas y políticas no sean un precio demasiado alto por el que pagar para el disfrute temporal de un boom.

Las reglas de la liquidez, por otra parte, no dependen únicamente del control cualitativo de los activos bancarios. Sus normas también implican, como ha sido señalado, el control del volumen de los materiales circulantes. Además, implica tal control por *adelantado*, antes de que haya tomado lugar el desarrollo poco sólido; no como lo hace el control cuantitativo, *postfactum*, cuando es demasiado tarde. Pero para ser eficaz, debe de ser apoyado por la activa política de la Reserva Federal. Como una institución eficiente, dirigiendo para estabilizar los cambios y para enderezar mayores fluctuaciones internas, el banco central es el correlativo a una estructura bancaria comercial líquida. Mutuamente se refuerzan. La función del banco central es configurar e imponer las normas de la liquidez. Su “moral” y otros poderes, apoyados por requerimientos legales si es necesario, va muy lejos. La creencia en “free banking” implica errores más graves que una. Asume sabiduría visionaria en la parte de todos los banqueros. Asume que el auto-interés iluminado es una regla sencilla. Omite el hecho de que los bancos están en su mayoría, por su propia naturaleza, bajo la influencia de fuerzas externas, especialmente de política monetaria (o la falta de ella), y de psicología empresarial. La elección no está entre banca “libre” y “regulada”, sino entre liderazgo correcto o erróneo.

La liquidez de los bancos es una cuestión “restrictiva”, o un ideal. Para propósitos prácticos, lo que importa es el grado de aproximación actual. El argumento más fuerte contra este ideal está derivado de la experiencia, que aparentemente muestra que las normas de la liquidez son invariablemente no aplicadas en periodos de exceso de confianza. Pero un escrutinio más cercano de tal experiencia sin duda mostraría la responsabilidad, de una gran parte, de políticas bancarias gubernamentales y centrales. Son responsables, al menos en sentido negativo, habiendo descuidado usar sus poderes en el debido tiempo para imponer las normas de liquidez.

Afortunadamente, la tradición y el propio interés de la comunidad financiera se inclinan en la dirección prescrita por el ideal. Su aplicación es, por tanto, más un

tema manteniendo políticas tradicionales que usando la “fuerza”. Esto señala otras diferencias fundamentales entre políticas de liquidez y una regulación puramente cuantitativa. La primera significa cooperación activa entre el banco central y banqueros. Lo que lleva al último a transportar su ración completa de responsabilidad, pero les ayuda a entender y mantener los patrones adecuados. También presupone políticas públicas financieras (presupuestos equilibrados) que no obligan a los bancos a comprar papeles gubernamentales. El otro, regulación cuantitativa, lanza toda la responsabilidad de éxito o fracaso en la banca central o la Hacienda. Deja a los bancos libres, o de hecho les anima a financiar cualquier empresa fallida que tome a su antojo y permita al gobierno embarcarse en déficit financiero. Uno fortalece el interés natural de los banqueros, hombres de negocios y autoridades en patrones financieros sólidos y tiende a eliminar tal liderazgo que no sea capaz de estar a la altura. El otro tiende a “institucionalizar” financiación poco sólida eliminando su obstáculo institucional y psicológico más fuerte: la liquidez. En último término, la primera política es parte del ideal progresista que piensa que la restricción del individuo como una necesidad social y de fracaso como un “simple” castigo por violar las reglas del juego. La otra está en conformidad con la idea poco sólida que no conoce la diferencia entre actividad “legítima” de negocios capitalistas y pura especulación de casino, lo cual tiende a concentrar todo el poder económico en manos de miembros autocráticos centralizados, y que tienden a sustituir la idea de legitimidad competitiva, el ideal de custodia recogido en intereses, a cualquier coste social.

La esencia de liquidez es mantener la moneda en una condición movable de inmediato, para evitar su congelación, y la consiguiente “adherencia” de precios. Es, por tanto, un prerrequisito para el mantenimiento del patrón oro que implica bancos líquidos como parte de sus reglas. Y patrones líquidos son fundamentales para cualquier política que intente mantener el sistema económico en un estado que le permita enfrentarse a un mundo cambiante sin ser arrancado de raíz.

8. Apéndice: Banco Central Ilíquido: La tumba de la moneda

La *liquidez* de los activos de los bancos es tan importante para la solvencia de la institución individual como lo es para la estabilidad del sistema económico. El objetivo social de la banca es suministrar los fondos líquidos necesarios para mantener la economía operativa y en expansión –sin inflarlos o distribuirlos de manera errónea al extremo de llevarlo a los ciclos de boom y pinchazos y crisis monetarias. La liquidez del activo previene que ocurra. Por contraste, la “gestión de patrimonios” intenta curarlos después del suceso.

El patrón clásico de liquidez de activos, formulado por Adam Smith (1776) es conocido hoy como el concepto de “letra real” de liquidez del activo. Por consiguiente, el papel comercial a corto plazo, o su equivalente, representa la venta actual de commodities, constituye el ámbito adecuado del crédito comercial bancario. Ningún “exceso” de moneda o depósitos puede ocurrir siempre y cuando los bancos financien transacciones estrictamente autoliquidables a corto plazo. La operación crediticia se va consumando a medida que la mercancía va cambiando de manos; ningún desequilibrio entre la oferta de dinero en circulación (demanda agregada) y la oferta de bienes comerciables ha sido creado. Si los bancos limitan el uso de sus pasivos sujetos a una rápida retirada a tales activos autoliquidables, el poder adquisitivo que generan estaría limitado al valor de bienes en proceso de marketing o producción, a los precios actuales. Por la misma señal, cualquier adición a la cantidad de materiales en circulación surge de la financiación directa e indirecta de riesgos a largo plazo o no autoliquidables desequilibrando toda la situación demanda-oferta e “inmovilizando” a las instituciones crediticias.

La teoría se basa en más de cuatro siglos de experiencia con los ciclos de alzas y bajas. Es testigo de la historia de crisis modernas, llegando a las recurrentes oleadas de fracasos de la banca veneciana al principio del siglo XVI. En cada ocasión, la liquidación al por mayor de deudas fue el foco de atención, que produjo una expansión crediticia con líneas no comerciales, financiando préstamos a largo plazo, aventuras especulativas y gastos gubernamentales a una escala abundante.

Las principales desviaciones del principio clásico de la liquidez bancaria son tres.

Desde el cambio del siglo, expertos alemanes han afirmado que los bancos podían proveer negocios con capital de trabajo más que con capital circulante – una sutil distinción. Razonaron la práctica extendida de las instituciones continentales que solían financiar inventorios a menudo invendibles, a pesar del hecho de que el tiempo y de nuevo los créditos estaban “congelados”. Sustituir inversiones de mercado monetario por aquellos de mercado de capitales es típico de nuevos países industriales en rápido crecimiento y cortos de capital. Resulta de una constante dependencia de los bancos comerciales en el banco central, en recurrentes fallos bancarios, y en severas repercusiones cíclicas.

Otra escuela puramente académica de pensamiento niega el concepto por completo, argumentando que el sistema bancario en conjunto no podría mantener sus activos en una forma adecuada para liquidación. Por tanto, supuestamente, es inútil intentar mantener un status líquido más allá de las reservas de efectivo necesitadas por una cuestión de rutina. Las corridas bancarias demuestran, presuntamente, que nada por debajo del 100 % de liquidez de efectivo podría detenerlas. En realidad, demuestran exactamente lo opuesto. Ni siquiera suceden, a menos que sea por circunstancias extraordinarias tales como una gran guerra, al menos que los bancos sean conocidos o se confíe en que estén en condición ilíquida.

En resumen, *la razón del mantenimiento de la liquidez de activo es evitar la ocurrencia de condiciones que puedan provocar la liquidación al por mayor de deudas. Aunque una liquidez “perfecta” no se puede lograr (de la misma manera que no se puede lograr la competencia “perfecta”), aproximarnos a ella es un principio esencial para toda banca responsable de llevar las reservas de efectivo a sus clientes de la nación.*

Aún otra escuela sostiene que, en realidad, el banquero está interesado en la capacidad de cambio en vez de en liquidez. La capacidad de cambio significa la rápida comerciabilidad de activos sin pérdidas, y pone el énfasis en el colateral detrás del préstamo en vez de en la naturaleza de la transacción subyacente. Esto presupone, en efecto, mercados de valores en cotizaciones estables. Pero entonces, ¿qué garantía es ofrecida por la disponibilidad continuada de tales outlets? El concepto de capacidad de cambio, tal y como se interpretó en la década de los años

20, asumió que un animado mercado bursátil, capaz de absorber nuevos valores *improvisadamente*, permitiría a las corporaciones liquidar sus deudas bancarias. La Gran Depresión desinfló por completo esta teoría –y abrió la puerta a una nueva versión de ella, legalizado en la Banking Act de 1935 que hizo “activos seguros” aptos para volver a descontar en los bancos de la Reserva Federal.

Desde la 2ª Guerra Mundial, el problema de la capacidad de cambio ha sido “resuelta” junto a las líneas seguidas por los bancos alemanes y continentales después de la 1ª Guerra Mundial. La liquidez de activos se hizo virtualmente sinónimo con su “negociabilidad” (en el vocabulario de Federal Reserve Governor Marriner Eccies). Retroceder en el potencial de crear dinero de la institución central proporciona el “mercado”. El AsA Plan for Member Bank Reserve Requirements de la Comisión de Política Económica de la Asociación de Banqueros de América ponía en 1957:

Está ahora universalmente reconocido que *para el sistema bancario como un todo*, la liquidez depende, básicamente, en la habilidad y disposición de la Reserva Federal para suministrar fondos adicionales al sistema bancario en periodos de estrés.

No está claro lo que significa para el sistema por completo-como diferente por los bancos individuales que lo constituyen –al menos que se refiera a mercado monetario generalmente bajo “esfuerzo y estrés”. En cualquier caso, la idea de que el banco central está para servir no solo como “prestamista de última instancia”, sino también como el garante de la liquidez de la estructura de crédito, de ninguna manera está universalmente reconocida. Independientemente, es practicado casi universalmente. El sistema de la Reserva Federal cumple esta función usando sus recursos para proveer un mercado para ciertos tipos de certificados de deuda emitidos por el gobierno federal.

Los certificados de deuda pública-casi unánimemente obligaciones a corto plazason virtualmente los únicos componentes de las propiedades que no son oro del sistema de la Reserva Federal Federal. Consecuentemente, esos certificados de deudas se han convertido para todos los propósitos prácticos equivalentes al efectivo; por

definición, constituyen los “activos rápidos” de los bancos comerciales y de ahorros. Son líquidos porque pueden ser rápidamente monetizados en el banco central. Pero su volumen está totalmente separado del proceso económico. Depende si Hacienda mantiene o no déficit de efectivos, en sus políticas de administración de deuda, en su propensión a perseguir las facilidades del sistema bancario, y en última disposición a “obligar”.

Nominalmente, el sistema de la Reserva Federal, a su discreción, puede monetizar o retroceder sobre sus pasos, expandir y contraer. Por tanto, el automatismo de la configuración del crédito comercial bajo un patrón oro autoregulatorio es reemplazado por una autoridad de banco central a cargo de gestión de patrimonios. Este tremendo poder implica responsabilidad -¿a quién? No hace falta decir, el máximo poder corresponde a aquellos que lo han delegado, que sea el Congreso o la Administración. De hecho, la Reserva Federal puede estar en control de la oferta monetaria mientras las cosas van con tranquilidad – siempre que el gobierno no encuentre dificultad en “pasar por encima” la madurez de sus deudas o financiando su deficit, y el desempleo no alcanza mayores proporciones. En cualquier caso, la Reserva Federal no tiene más opción que dirigir una política.

Cuando el crédito nacional y la moneda nacional son “intervenidos” para mantener “pleno empleo”, el pleno empleo puede ser mantenido. El mercado monetario puede mantenerse líquido indefinidamente si Hacienda imprime certificados y la Reserva Federal los monetiza. ¿Pero qué sucede a la liquidez del monetizador? Los activos en el portafolio del sistema de la Reserva Federal ascienden *de facto* a inversiones permanentes. Hay una pequeña diferencia de si consiste en certificados a corto plazo o a bonos a largo plazo. De hecho, son tan buenos como títulos de deuda no vendibles. (Lo mismo sucede para activos de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, otra fuente de pseudoliquidez.) Deshaciéndose de como mucho un diez por ciento del portafolio “destrazaría” los mercados de crédito. Una Hacienda sobreendeudada, una en déficit, no puede amortizar un tipo u otra, pero está destinado a recurrir frecuentemente a más monetización.

Por el lento desgaste, es probable que el resultado sea el mismo como en el caso de impresión de divisas por completo por el gobierno. La antigua técnica de la inflación

del papel moneda “funcionó” más rápido que la moderna, aparentemente una contraparte menos reprobable que camufla la producción del dinero fiat entrando a través del mercado monetario y el banco central. La liquidez de la última consiste exclusivamente en su reserva de oro que tiende a disminuir en proporción a sus pasivos. La atrición de la reserva de oro se acelera cuando la concurrencia de las expectativas inflacionarias induce a los propietarios no-residentes de los balances en dólares a retirarlos (con los residentes uniéndose, también). Puede haber poca duda sobre el resultado final, salvo que el proceso se haya detenido.

Sugerencias de lecturas

- K. Kock. *A Study of Interest Rates*. (London, King, 1929). Analiza las políticas de los destacados bancos centrales y del sistema de la Reserva Federal, mostrando eso y cómo la iliquidez de los bancos comerciales hace esas políticas ineficaces.
- A. A. Berle, Jr. and V. J. Pederson. *Liquid Claims and National Wealth*. (New York, MacMillan, 1934). Estudio interesante de los métodos de marketing para la “artificial” demanda de liquidez. De todas formas, confunde “liquidez” con liquidación al por mayor, y liquidación de activos (securities) with that of currency (depósitos).
- Waldo Mitchell. *Uses of Bank Credit*. (University of Chicago Press, 1925). Representa el punto de vista de “la habilidad de cambio”, negando la relevancia de los problemas de “liquidez”, los cuales pasa por alto.
- C. F. Dunbar and O. M. W. Sprague. *The Theory and History of Banking*. (New York, Putnams, 1917). Una aproximación introductoria, especialmente los capítulos VI y XII, al problema de la involucrada en el mantenimiento del patrón oro, y a las causas de las alzas y bajas. Desgraciadamente, estos asuntos tan importantes relacionados con la liquidez son poco más que una pizca en la reciente literatura anglo-americana.

Sugerencias adicionales:

- Courtney C. Brown, *Liquidity and Instability*, New York, Columbia University Press, 1940

- Antal E. Fekete, *Borrowing Short and Lending Long: Illiquidity and Credit Collapse*, C.M.R.E. Monograph Number 38, Greenwich, Connecticut, 1983
- Caroline Whitney, *Experiments in Credit Control*, New York, 1934

Se puede encontrar más bibliografías completas en los trabajos citados arriba.