

# UNA PROPUESTA DE REFORMA MONETARIA PARA ARGENTINA: DOLARIZACION FLEXIBLE Y BANCA LIBRE<sup>1</sup>

Nicolás Cachanosky<sup>2</sup>

Adrián Ravier<sup>3</sup>

Any system which gives so much power and so much discretion to a few men that mistakes -- excusable or not -- can have such far reaching effects is a bad system. [...] Mistakes, excusable or not, cannot be avoided in a system which disperses responsibility yet gives a few men great power, and which thereby makes important policy actions highly dependent on accidents of personality. This is the key technical argument against an 'independent' bank. To paraphrase Clemenceau, money is much too serious a matter to be left to the Central Bankers."

Friedman (1962, pp. 50–51)

## Abstract

El problema de la inflación en Argentina es crónico. Esto sugiere que para solucionar los desequilibrios monetarios, cambios en la administración del banco central no son suficiente, y que Argentina necesita considerar una profunda reforma monetaria. Nuestra propuesta de reforma monetaria es una adaptación y actualización de las propuestas de Steve Hanke y George Selgin. La reforma propuesta considera cerrar el banco central y aplicar una dolarización unilateral sobre la cual se desarrolle un sistema de banca libre. Esta reforma provee flexibilidad en el dinero base a utilizar, dado

---

1 Este artículo se publicó originalmente en inglés bajo el título: "A Proposal of Monetary Reform for Argentina: Dollarization and Free Banking", *The Independent Review. A Journal of Political Economy*, Vol. 19, Num. 4, Winter 2015. La traducción es nuestra.

2 Departamento de Economía, Metropolitan State University of Denver, Campus Box 77, P.O. Box 173362, Denver, CO 80217, ncachano@msudenver.edu

3 Facultad de Ciencias Económicas y Jurídicas, Univ. Nacional de La Pampa, Coronel Gil 353, 1ºPiso, Santa Rosa, La Pampa, Argentina, 6300. adrianravier@yahoo.com.ar

que se puede pasar del dólar norteamericano a otra moneda, así como flexibilidad en la oferta de dinero al instaurar un sistema de banca libre. Esta propuesta es lo suficientemente general como para ser aplicable en otros países.

## **Introducción: La necesidad de una Reforma Institucional**

Una vez más, Argentina está experimentando una profunda crisis institucional y económica. Un elemento central del desequilibrio económico es la debilidad y la falta de credibilidad de sus instituciones monetarias, que se expresa en la alta inflación y devaluación de la moneda que actualmente se manifiestan en el país. Reconocemos que los problemas económicos y sociales que afectan a Argentina en este momento van más allá de la política monetaria. La reforma monetaria que ofrecemos en este documento no debe ser entendida como una medida suficiente para poner fin a los problemas económicos recurrentes en Argentina, sino únicamente como una medida necesaria para tomar esa dirección.

Nuestro documento es una actualización de la propuesta de reforma monetaria desarrollada por Hanke y Schuler (1999a, 1999b), Hanke (2001), y Schuler y Hanke (2002), combinado con algunos puntos de vista de la propuesta de Selgin (1988, capítulo 11) para EE.UU. En pocas palabras, nuestra propuesta consiste en eliminar el banco central como autoridad monetaria y también eliminar el peso como moneda nacional del país. El banco central debe cambiar todos los pesos a dólares estadounidense, pero sin imponer restricciones respecto a qué divisas eligen las partes en sus contratos. Esto es lo que entendemos por dolarización flexible; el país se libera del peso argentino sin por ello atarse al dólar. En otras palabras, la Argentina debe dolarizar unilateralmente en lugar de bilateralmente con la Reserva Federal de Estados Unidos. Además, los bancos comerciales deben estar autorizados a emitir sus propios billetes convertibles. Como veremos más adelante, este segundo punto de la reforma tiene importantes beneficios financieros y macroeconómicos.

El hecho de que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) no puede, o no desea, manejar de manera eficiente la oferta de divisas es, o debería ser, incuestionable. En el momento de redactar este documento, la Argentina no sólo es uno de los países con mayor inflación en el mundo, sino también un país en el que las más altas autoridades del BCRA y del gobierno nacional niegan públicamente

que el exceso de oferta de dinero sea el motivo por el cual los precios aumentan a tasas del 25% anual o superiores.<sup>1</sup> Además de este acto de negación, los representantes del Congreso aprobaron una reforma a la Carta Orgánica del BCRA en 2012, liberando al banco central de la responsabilidad de preservar el poder adquisitivo de su moneda a cambio de promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las *políticas establecidas por el gobierno nacional*, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.<sup>2</sup>

El desprecio político por la inflación (y el temor a las consecuencias políticas, si admiten abiertamente la responsabilidad) no se circunscribe únicamente al BCRA y ciertas autoridades del gobierno; el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) ha ofrecido estimaciones de la inflación poco fiables por lo menos desde 2007, lo que afecta el cálculo de otros indicadores económicos como el PIB y la pobreza. El Banco Mundial y The Economist son dos muestras de instituciones de renombre que dejaron de publicar datos económicos de Argentina. La tensión entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre la cuestión de los números oficiales de inflación también es de conocimiento público.

Bien se puede afirmar que la actual debilidad monetaria es un reflejo de la histórica mala gestión monetaria del país. Desde su fundación en 1935 hasta 2012, Argentina tuvo una tasa anual de inflación compuesta equivalente al 55%. Esta tasa significa que pesos en 2012 tienen el mismo poder adquisitivo que 1 peso argentino en 1934.<sup>3</sup> Este resultado no es sólo el resultado de años de notable hiperinflación, sino de un problema inflacionario crónico. Durante los 77 años de gestión monetaria bajo el BCRA, en sólo 23 años la tasa de inflación estuvo por debajo del 10%, 17 años por debajo del 5% y tan sólo 11 años por debajo de una inflación del 2% que cualquier banco central

---

1 Según los últimos datos disponibles del Congreso Nacional, se estima que la tasa de inflación en Argentina entre abril 2013 y abril 2014 fue del 39,5%. Esta es la tasa de inflación de 12 meses más alto desde enero de 2003.

[http://unionportodos.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1473&Itemid=1118](http://unionportodos.org/index.php?option=com_content&view=article&id=1473&Itemid=1118) [El Congreso informa cada mes en un sitio web un compuesto de estimaciones privadas de inflación. Como se mencionó anteriormente, el INDEC (BEA de Argentina), no es confiable; los números del Congreso son la referencia utilizada en este momento.]

2 Véase artículo 3 en <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/marco/CartaOrganica2012.pdf>  
3 pesos equivale a \$ 458,000,000,000,000, es decir, hay que agregar 14 ceros.

consideraría como un punto de referencia aceptable.<sup>4</sup> A través de diferentes cambios en denominaciones de moneda, Argentina eliminó 13 ceros de su unidad de cuenta desde la fundación del BCRA. Argentina no se limita a tener un banco central ineficiente, sino que tiene uno de los peores bancos centrales en el mundo.

Creemos que la ausencia de instituciones monetarias fuertes y sólidas, más la falta de interés por parte de los responsables de la política económica en defender la independencia del BCRA son razones de peso para considerar seriamente una reforma radical de las instituciones monetarias argentinas. A luz de la evolución histórica del BCRA y el comportamiento de la clase política, encontramos que el argumento de que la Argentina no debería renunciar a su Banco Central y a la “soberanía” de la política monetaria porque una “mejor política monetaria es posible” es una expresión de deseo con débil sustento.

La propuesta que aquí presentamos no cubre todos los detalles técnicos que serían necesarios para ponerla en práctica. Más bien, se tratan los temas generales, los problemas y objeciones relativas a la dolarización flexible y banca libre en la Argentina.

Es prudente mencionar que no hay tal cosa como la institución monetaria perfecta. Cualquier arreglo monetario sufre de deficiencias. La propuesta que aquí presentamos no es una excepción. Es, sin embargo, imprudente rechazar una propuesta como la aquí ofrecida por estas imperfecciones sin compararla con las instituciones actuales u otras reformas alternativas. Para ser coherente, si las imperfecciones fueran suficientes para no tener en cuenta cualquier reforma a una institución monetaria, el BCRA debe ser rechazado con mayor apremio que una dolarización flexible con banca libre.

Este documento se estructura en cuatro partes. La primera sección (1) trata sobre los errores en la Ley de Convertibilidad que tuvo lugar entre 1991 y 2002 y (2) presenta un panorama de la situación económica actual. La segunda sección trata sobre los diversos aspectos de nuestra propuesta. La tercera sección responde a posibles objeciones a nuestra propuesta. La cuarta sección ofrece nuestras conclusiones.

## **La reciente historia económica argentina**

¿Fue el BCRA una Caja de Conversión durante la Era de la Convertibilidad (1991-2002)?

---

<sup>4</sup> Reinhart y Rogoff's *This Time is Different* y estimaciones de inflación privadas ofrecidas por miembros opositores del Congreso Nacional (de 2007 a 2012).

Si bien la convertibilidad del peso entre 1991 y 2002 puede ser descripta como un caso de caja de conversión, es importante distinguir entre una caja de conversión ortodoxa (fuerte) y una heterodoxa (débil.) Una caja de conversión ortodoxa o fuerte ata las manos del banco central con la intención de evitar la mala gestión de la política monetaria. Una caja de conversión heterodoxa o débil deja suficiente espacio para permitir que el banco central pueda llevar a cabo política monetaria. Durante la convertibilidad, el BCRA estaba bajo un régimen de caja de conversión heterodoxa. El BCRA tenía permitido, por ejemplo, tener una proporción de reservas del 66.5 por ciento de los pasivos monetarios (esta cantidad más tarde aumentó a 90 por ciento). De haber estado bajo un régimen de conversión ortodoxo, el BCRA debería haber mantenido el 100 por ciento y no más del 110 por ciento de los pasivos monetarios en reservas. Bajo una caja de conversión ortodoxa, el comportamiento de la base monetaria refleja la de las reservas, pero la ley de convertibilidad proporcionó suficiente espacio para que el BCRA pueda realizar política monetaria discrecional.

Fue durante los períodos en que esta debilidad fue explotada activamente cuando se produjeron los “ataques especulativos” contra el peso. La Figura 1 muestra (1) el comportamiento relativo las reservas netas respecto a la base monetaria (el cambio en la base monetaria dividido por la variación de las reservas internacionales netas) y (2) las reservas netas como porcentaje de la base monetaria. Una caja de conversión ortodoxa tendría un nivel de reservas del 100%. Como muestra el gráfico, el BCRA explotó las lagunas del régimen de conversión heterodoxo. El gráfico muestra una línea de puntos en el 90% y el 110%: las reservas internacionales netas como porcentaje de la base monetaria rara vez se encuentran en esta región.<sup>5</sup>

Durante la época de la convertibilidad, Argentina no estuvo bajo un régimen de caja de conversión ortodoxa ni bajo una dolarización enmascarada. La crisis del 2001 en Argentina no pudo deberse a un régimen de caja de conversión ortodoxa, ya que el régimen, de hecho, no se aplicó. La crisis se debió a un nivel insostenible de deuda pública impulsada por el déficit fiscal. Por lo tanto, los errores del pasado y los problemas que llevaron a la crisis de 2001 no son ni argumentos válidos en contra

---

5 Para una discusión más detallada, ver Hanke (2008). Las reservas netas (de pasivos monetarios) son “activos externos netos” y la base monetaria es “base monetaria total” de los estados financieros consolidados del BCRA.

Figura 1

Fuente: Cálculos propios basados en datos del BCRA

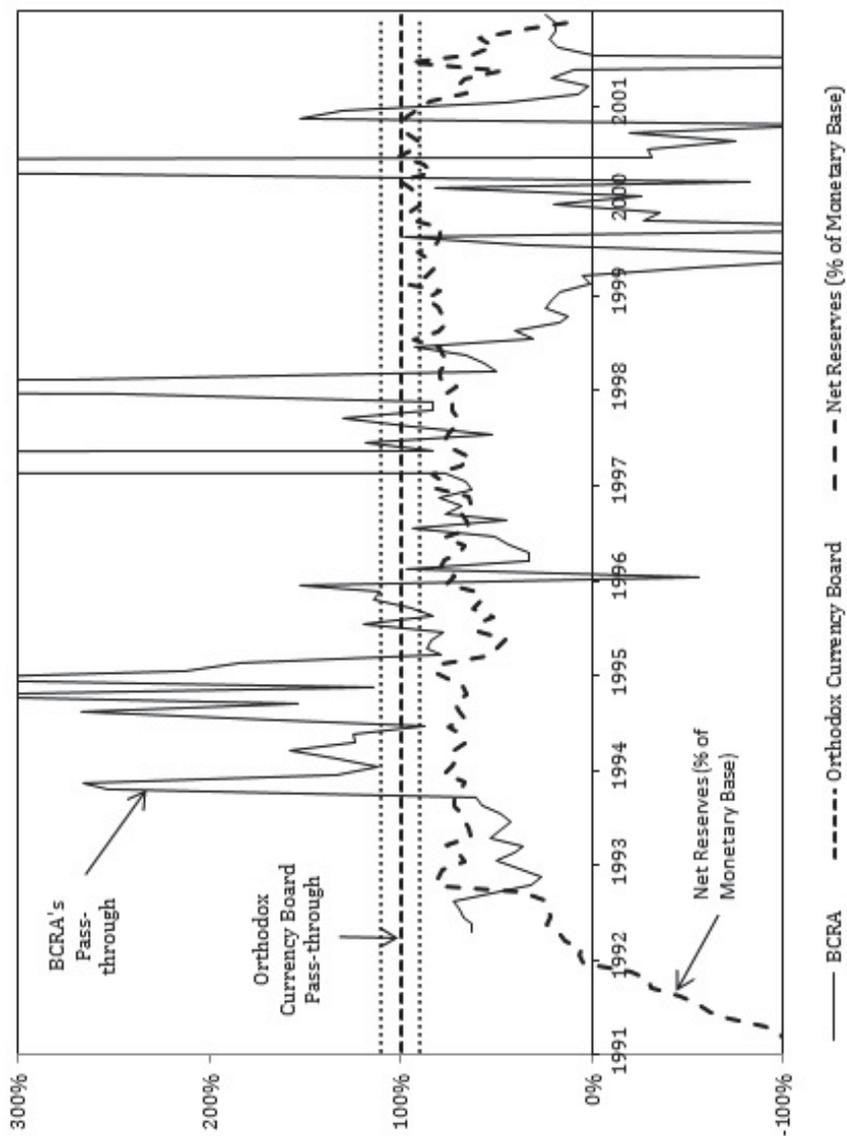


Tabla 1. Indicadores Económicos

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	201
Real GDP growth rate [oficial]	8.5%	8.7%	6.8%	0.9%	9.2%	8.9%	1.9%	Nil
(base year 1993)								
Real GDP growth rate [oficial] (base year 2004)	8.4%	8.0%	3.1%	0.1%	9.1%	8.6%	0.9%	3.0%
Real GDP growth rate [private]	-	8.7%	3.7%	-3.1%	8.8%	6.3%	0.4%	3.1%
Inflation CPI [oficial]	9.8%	8.5%	7.2%	7.7%	10.9%	9.5%	10.8%	10.9%
Inflation CPI [private]	-	25.7%	2.3%	14.8%	27.9%	22.8%	25.1%	28.4%
Monetary base growth rate	46.4%	24.0%	10.2%	11.9%	31.0%	39.0%	37.9%	22.7%
Net foreign reserves (in millions)	26,500	40,800	35,800	36,700	38,400	34,700	29,200	15,60
Exchange rate ARS/USD [oficial]	3.07	3.15	3.45	3.80	3.98	4.30	4.92	6.5
Exchange rate devaluation [oficial]	1.3%	2.7%	9.6%	9.9%	4.7%	8.2%	14.3%	32.6%
Exchange rate ARS/USD [blue market]	3.09	3.17	3.53	3.86	4.11	4.73	6.79	10.0
Exchange rate devaluation [blue market]	1.3%	2.6%	11.4%	9.3%	6.3%	15.4%	43.5%	47.1%
private deposits in the financial system [ARS] (in millions)	80,571	102,200	113,582	131,691	174,740	227,950	313,036	382,87
private deposits in the financial system [USD] (in millions)	4,945	6,769	8,012	10,231	11,734	12,184	7,982	6,92
Deposit interest rate [ARS]	6.4%	8.0%	11.0%	11.6%	9.2%	10.7%	12.0%	Nil
Lending rate [ARS]	8.6%	11.1%	19.5%	15.7%	10.6%	14.1%	14.1%	Nil
Tax pressure (%GDP)	31.0%	34.5%	35.9%	35.9%	38.8%	39.9%	43.1%	44.9%

- Ingresos porcentuales de todos los niveles de gobierno más impuesto inflacionario como porcentaje del PIB nominal oficial  
Fuente: BCRA, Colesberg (2013), INDEC, Ministerio de Economía (MECON), y Orlando J. Ferreres & A.soc. S.A.

de una propuesta como la que ofrecemos en este documento, ni un caso ilustrativo de cómo una propuesta de estas características funcionaría.

A menudo se argumenta que la crisis monetaria de Argentina se produjo como consecuencia de la devaluación de Brasil en 1999.<sup>6</sup> Sin embargo, a pesar de que Brasil es sin duda un importante socio comercial de Argentina, y la crisis brasileña, obviamente, tuvo un impacto en la economía argentina, los problemas fiscales de la Argentina fueron la causa raíz de su crisis monetaria. La convertibilidad se derrumbó cuando la financiación internacional que sostenía a la Argentina dejó de estar disponible. Aunque la crisis monetaria concurrente de Brasil agrava la situación en Argentina, Brasil no fue la causa subyacente de la crisis argentina. Por el contrario, los profundos desequilibrios fiscales de Argentina y el alto nivel de deuda externa habrían sido insostenibles aun sin la crisis brasileña.

Aunque Brasil es el mayor socio comercial de Argentina, Brasil no ofrece una moneda tan estable y sólida como el dólar. Brasil también tiene un historial de alta inflación (hasta hace poco), lo que hace que la elección del Real brasileño para vincularlo con los pesos argentinos sea una mala elección, si el objetivo es frenar la inflación.<sup>7</sup> Además, dado que nuestra propuesta no fija nuestra moneda a ninguna otra moneda específica, el mercado puede cambiar al real si éste resulta ser una mejor opción para los agentes económicos. Por otro lado, la devaluación del real brasileño no debería ser una preocupación importante si Argentina se pega al dólar y se mantiene en una senda de crecimiento sólido. Si el sector exportador de la Argentina es realmente competitivo, en lugar de “competir” a través de una moneda devaluada artificialmente, entonces el mercado de los productos de la Argentina no es sólo Brasil, sino del mundo entero. De hecho, una mejora en la competitividad combinada con una economía abierta diversificará los socios comerciales y reducirá el riesgo de devaluación de otras monedas.

## Situación Económica Actual

La Tabla 1 muestra los indicadores económicos principales de Argentina entre 2002 y los últimos datos disponibles para 2013. En par-

<sup>6</sup> La relación de la devaluación en 1999 fue de 2: 1. En 2004, la proporción era de 4: 1. Hubo otras dos crisis en los años anteriores, la de 1997 (Asia) y la de 1998 (Rusia).

<sup>7</sup> La tasa de inflación de Brasil (IPC) cayó a un sólo un dígito en 1997 (6,9%). Desde entonces, no ha caído por debajo del 2%, pero ha oscilado entre un mínimo de 4,2% (2006) a un máximo de 14,7% (2003) [Fuente: Banco Mundial].

ticular, debemos notar (1) la diferencia desde 2007 entre las estimaciones oficiales y privadas para la inflación y el PIB,<sup>8</sup> (2) el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el mercado negro (llamado “blue” en Argentina), y (3) la presión fiscal.

Se destacan dos puntos de quiebre en la evolución reciente de la economía argentina. La primera es en el año 2007, con el aumento de la expansión monetaria y una tasa de devaluación que va detrás del aumento de precios. El segundo es después de las elecciones presidenciales de 2011, cuando la presidenta Cristina Kirchner decidió prohibir *de facto* el acceso a dólares estadounidenses y restringir las importaciones y transferencias a países extranjeros. La alta tasa de inflación contribuye al problema mediante la reducción de la demanda de pesos, dando impulso a la tasa de inflación y a la conducción de un mercado negro activo para el dólar. La figura 2 muestra el valor y la variación de las reservas netas para el período 1999-2013. El gráfico muestra que el drenaje de las reservas netas en los últimos tres años ha sido peor que el de la crisis de 2001.

La diferencia entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio del mercado negro del peso, más la caída de las reservas netas del BCRA sugiere una posible devaluación en el corto o mediano plazo. Creemos, sin embargo, que esta medida no conducirá a la estabilidad monetaria, por el contrario, reducirá la confianza del mercado en el peso. Una devaluación no es, en nuestra opinión, una alternativa superior a una reforma monetaria como la que aquí se propone.

Por último, el uso que el gobierno hace del BCRA para financiar el gasto público se puede ver en la evolución de títulos no transferibles del Tesoro Nacional en el balance general (Figura 4). A finales de 2013, las cuentas no transferibles del Tesoro Nacional representaron el 39,4% del total de activos en el balance del BCRA.

## **Prerrequisitos para la Reforma Monetaria**

Antes de discutir con más detalle la reforma monetaria propuesta, debe hacerse hincapié en la necesidad de una reforma fiscal para equilibrar el presupuesto. Implementar una reforma como la que

---

8 En 2014, el INDEC publicó nuevos cálculos del PIB utilizando 2004 como año base [en lugar de 1993, que fue el año de referencia para la serie anterior]. Las nuevas estimaciones se acercan más a las estimaciones privadas. Cuando se publicaron los nuevos valores del PIB, los medios de comunicación destacaron el “hecho conveniente” que la nueva estimación para el 2013 cayó justo por debajo del umbral que habría provocado el pago de los bonos vinculados a la evolución del PIB.

Figura 2. Reservas Netas y Cambios en las Reservas Netas

Fuente: BCRA

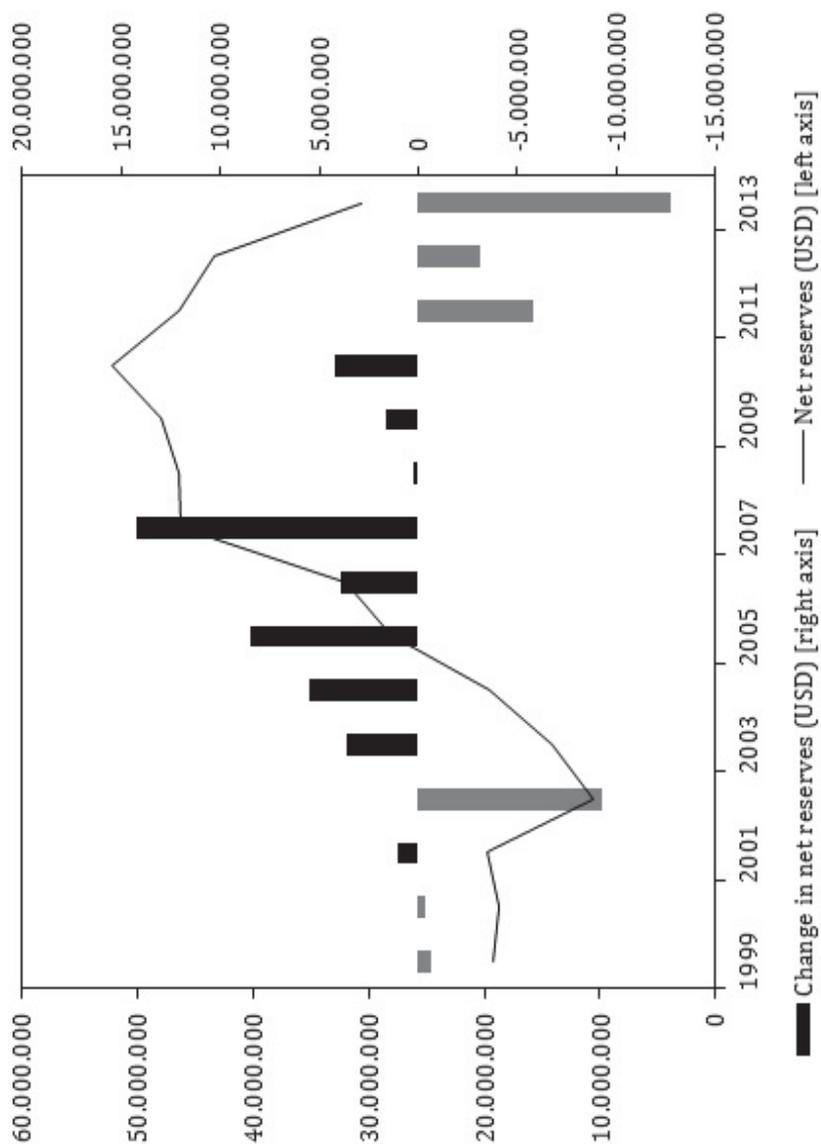
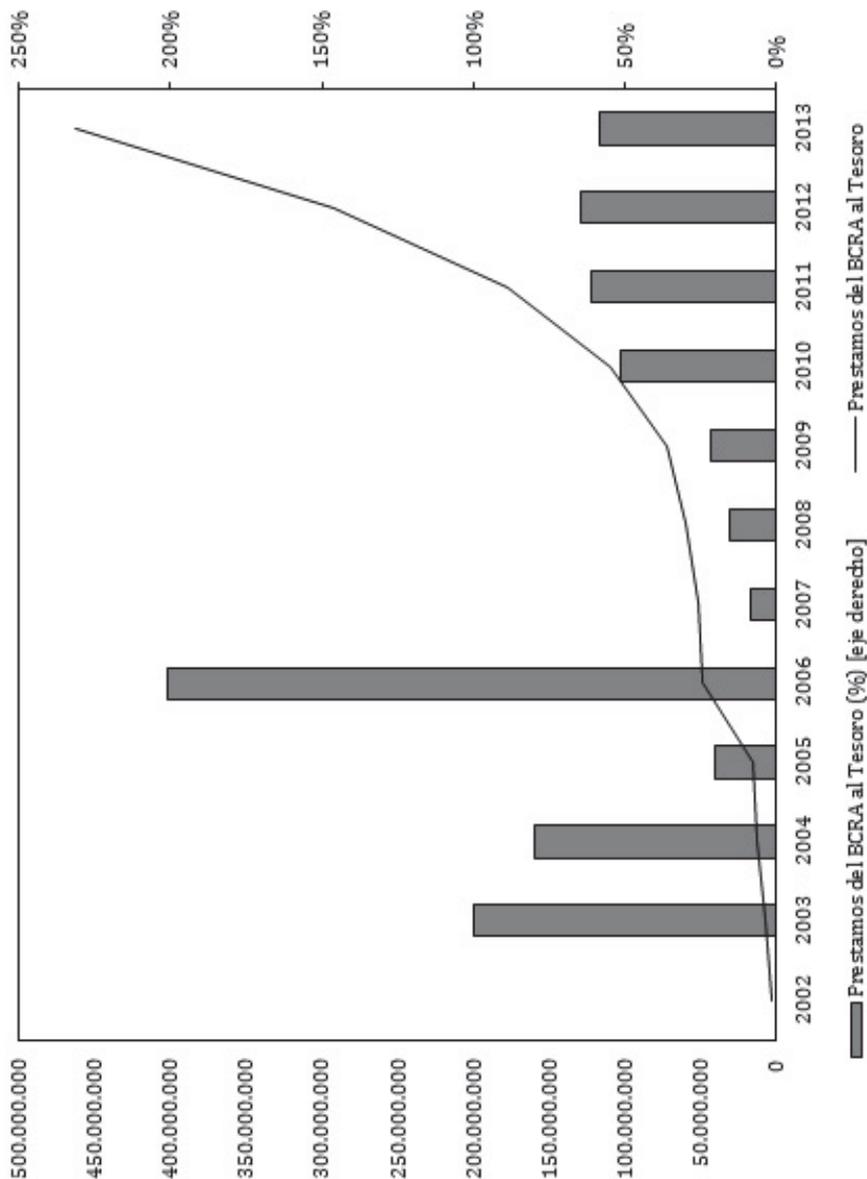


Figura 3. Préstamos del BCRA al Gobierno Argentino

Los préstamos del BCRA al gobierno argentino son “Letras Intransferibles del Tesoro Nacional” más “Adelantos Transitorios al Gobierno Argentino” tomados del Balance.  
Fuente: BCRA



aquí se propone sería un error si el déficit fiscal estructural sigue sin resolverse. Sargent y Wallace (1981) argumentan que los déficits pueden financiarse mediante la emisión de dinero o la emisión de bonos. Sin embargo, cuando la política fiscal domina la política monetaria y la tasa de crecimiento real de la economía es inferior a las tasas de interés de los bonos, la situación se vuelve inestable. En estas condiciones, llegará un momento en que el déficit (que incluye la deuda capitalizada) ya no puede ser financiada a través de bonos y en su lugar deben ser financiadas con la oferta de dinero.<sup>9</sup>

El déficit fiscal estructural argentino se basa en un nivel insostenible del gasto, no en una baja presión tributaria. Como se muestra en la Tabla 1, se estima que la presión tributaria de 2013 es de aproximadamente el 45%. No hay margen para aumentar aún más los impuestos para reducir el déficit fiscal. Por lo tanto, el gobierno debe trabajar en el lado del gasto. Esto se puede lograr ya sea mediante una sensible reducción en la tasa de crecimiento del gasto o mediante la adopción de medidas para reducir el nivel de gasto. La primera estrategia requeriría más tiempo, pero cualquier sea la estrategia que se tome debe buscar una seria reestructuración fiscal, cuyo resultado debería ser un presupuesto equilibrado creíble. Como mantienen Guido y Lazzari (2003), el déficit fiscal de la década de 1980 fue financiado con la oferta monetaria y el resultado fue la hiperinflación a finales de la década. Durante la década de 1990, el déficit fiscal se financió a través de los ingresos de las privatizaciones y la deuda externa, lo que condujo a la Argentina al default y al abandono de la convertibilidad peso-dólar. Desde la crisis de 2001, el déficit fiscal se ha financiado a través de la nacionalización de las acciones y los fondos privados de pensiones (como las AFJP, compañías privadas de administración de fondos de jubilaciones y pensiones), así como a través de una oferta de dinero. La figura 4 muestra la evolución del déficit financiero (déficit primario más el pago neto de intereses) como porcentaje del PIB nominal. Este gráfico muestra los déficits crónicos del gobierno federal. La tendencia sugiere que Argentina es cada vez menos resistente a los déficits fiscales.

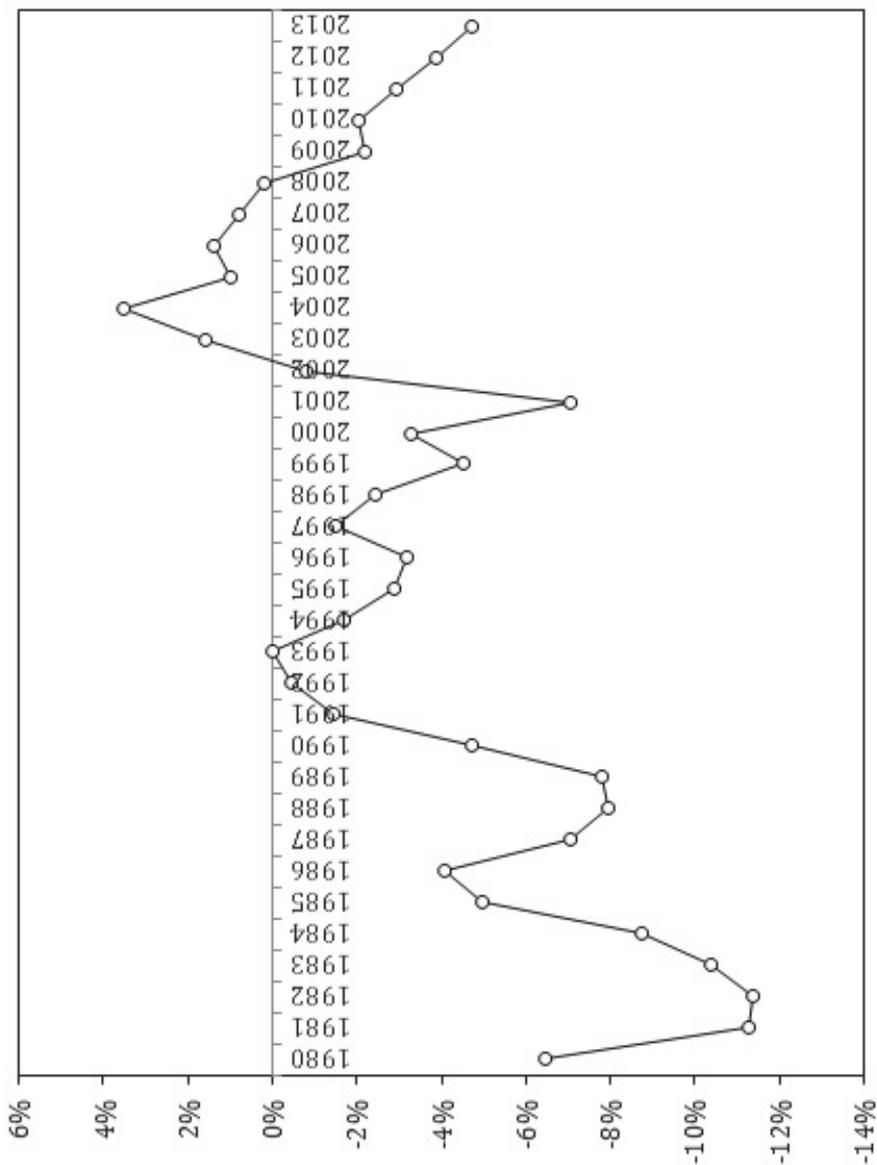
---

9 Sargent y Wallace (1981) discuten este problema para los EE.UU., donde la deuda está denominada en dólares. Argentina también tiene deuda denominada en dólares, pero su emisión es en pesos. Debido a esto, la Argentina no puede “imprimir dinero” para monetizar la deuda. En una situación como esta, si un país no puede adquirir suficientes dólares puede defaultear su deuda en lugar de tener una alta inflación. Esta situación describe el camino de Argentina en la crisis de 2001, que incluye el impago de la deuda denominada en dólares.

Figura 3. Déficit fiscal como porcentaje del PIB Nominal

El déficit se muestra con valores negativos y el superávit con valores positivos.

Fuente: Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública (ASAP).



Sin dejar de lado el hecho de que tal reestructuración fiscal tendría un impacto social negativo en el corto plazo, creemos que se puede implementar. En 2013, el 22% del gasto del gobierno se debió a las transferencias al sector privado. La mayoría de estas transferencias eran subsidios otorgados a los proveedores de servicios públicos (gas, agua, transporte, etc.) para mantener los precios de los servicios públicos bajos. Sin estas transferencias, el déficit financiero de -64,500 millones de pesos se convierte en un superávit de 89.600 millones de pesos. Además, el déficit imputable a las empresas públicas fue de 10.000 millones de pesos en 2013.<sup>10</sup> A pesar de que el gasto público podría reestructurarse más para mejorar la eficiencia, la rápida implementación de estos ajustes de gasto propuestos tendrán un impacto significativo en el presupuesto por sí mismos. Otras reformas deben abordar el excesivo número de empleados públicos y programas sociales que no logran reinsertar beneficiarios de la ayuda de nuevo en el mercado de trabajo. Estos programas sociales funcionan como subvenciones de facto a permanecer desempleados (algunos hogares han quedado en paro desde hace tres generaciones.)

## **Reforma Monetaria**

### *Reforma Monetaria I: Dolarización Flexible*

Por dolarización suele entenderse que un país adopte el dólar americano como moneda nacional en lugar de su propia moneda. Sin embargo, un país puede “dolarizar” la economía mediante la adopción de una moneda distinta al dólar americano (dólar australiano, euro, libra esterlina, el yen japonés, etc.) Nuestra propuesta no sugiere el cambio de una moneda nacional, el peso argentino, por otra única moneda; en cambio, sugiere que se permita a los residentes y empresas en Argentina utilizar la moneda de su elección. Esta propuesta es lo que entendemos por dolarización flexible. Al momento de escribir este documento, los residentes argentinos no tienen permitido ahorrar en moneda que no sea el peso. Son presos de una moneda que se devalúa rápidamente y por lo tanto demandan dólares para proteger sus ahorros.

Dada la demanda y tenencia de dólares que existe en el mercado argentino, creemos que es muy probable que el primer paso en el

---

<sup>10</sup> La información fiscal se puede encontrar en la Oficina Nacional de Presupuesto de la Secretaría de Hacienda en el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas: <http://www.mecon.gov.ar/onp/html/>.

hipotético abandono del peso sea hacia el dólar, que es una segunda moneda de facto en el país. Con el tiempo, se puede o no mantener el dólar como moneda de intercambio de acuerdo a las preferencias de los agentes y sectores económicos. Es posible que la Argentina pueda utilizar, por ejemplo, el dólar, el euro y el real brasileño en paralelo, y cualquier persona o empresa puede abrir una cuenta bancaria en cualquiera de estas monedas. Es probable, sin embargo, que debido a los efectos de red asociados al dinero persista una única moneda como unidad de cuenta en el país.<sup>11</sup>

El BCRA debe retirar todos los pesos fuera de circulación y cambiarlos por las reservas netas de dólares. Es necesario aclarar algunos aspectos de este procedimiento. En primer lugar, el BCRA debe utilizar las reservas netas y no las reservas totales, al cambiar pesos por dólares estadounidenses. Las reservas que no pertenecen al BCRA, tales como los depósitos privados en los bancos comerciales que se almacenan en el BCRA así como pasivos monetarios en dólares, deben ser descontados de las reservas totales. En segundo lugar, es necesario cambiar de pesos a dólares estadounidenses únicamente la base monetaria, no los agregados monetarios como M1 o M2. Esto se debe a que este cambio se realiza por la moneda utilizada en el país, y no una conversión a un cambio fijo (como durante la convertibilidad). Un faltante de dólares no es problema. La pregunta es qué tasa de conversión se debe utilizar al intercambiar el peso por el dólar. Conjuntamente, todas las leyes de curso legal deben ser abolidas y todos los contratos re-denominados en dólares estadounidenses a la misma tasa de conversión. Este paso habría sido mucho más fácil de ejecutar si esta reforma se hubiera tomado -como sugieren Hanke y Shuler- durante el período de la convertibilidad. El principio, sin embargo, sigue siendo el mismo.

El BCRA no es muy transparente en algunas especificaciones en cuanto a la cantidad de las reservas netas.<sup>12</sup> De acuerdo con el balance del BCRA, la mayor cantidad de reservas se invierte en “colocaciones realizables en divisas”, pero no hay ninguna especificación en cuanto al tipo de activos financieros invertidos. La tabla 2 muestra la tasa de conversión necesaria para cambiar la base monetaria por

---

11 Véase Katz y Shapiro (1985, 1994) y White (1999, Capítulo 5).

12 Hay diferentes estimaciones de las reservas netas por economistas y analistas que siguen de cerca la situación del BCRA. En este documento, se utiliza el valor de los “activos externos netos” como se informó por el BCRA en el balance presentado en los “estados financieros consolidados”.

las reservas netas de los últimos 12 años y la evolución mensual del 2013 suponiendo que todas las reservas netas son líquidas.<sup>13</sup>

Se requiere una tasa de conversión de 20 pesos por dólar para eliminar todos los pesos del mercado y reemplazarlos con dólares. Debido a que los pesos dejarán de existir, ya no habrá un tipo de cambio que se pueda gestionar políticamente devaluando los pesos contra el dólar, lo que el BCRA ha hecho con frecuencia desde 1935. Sin embargo, habrá un importante efecto diferencial de una sola vez en la riqueza que se produce entre aquellos que tenían pesos y los que ya disponen de dólares. Este efecto es un costo de transición que se habría evitado si el gobierno hubiera implementado la dolarización en el año 2001 en lugar de optar por una estrategia de default y la devaluación.

A una tasa de conversión de 20 pesos por dólar, los tenedores de pesos recibirán 1 dólar por cada 20 pesos y todos los contratos serán reescritos en este tipo de conversión. El dólar, sin embargo, se cotiza en 8 pesos por dólar oficial, y 12 pesos por dólar blue, respectivamente. Esto significa que los deudores podrán ver la caída de su deuda en un 40%, mientras que los titulares de esas deudas (por ejemplo, bancos) verán el valor de sus activos crediticios caer a la mitad. Del mismo modo, los titulares de depósitos en los bancos verán el valor de sus depósitos caer en un 40%. Esto implica un efecto contractivo en la economía (se discuten formas de reducir este efecto contractivo en la siguiente sección).

El tratamiento de las monedas debe ser diferente. El gobierno debe suministrar las monedas locales de baja denominación y debe intercambiar, por ejemplo, 1 dólar billete por una moneda con un valor nominal equivalente a 1 dólar (y viceversa) con un recargo de acuñación.<sup>14</sup> También se debe permitir la existencia de monedas privadas, y ambas, las emitidas de forma privada y las del gobierno de-

---

13 Este cálculo no tiene en cuenta el dinero papel y las monedas perdidas y destruidas, ni tampoco las unidades que se mantienen como recuerdos de colección. A saber, el cálculo estima que todos los pesos están en buenas condiciones físicas y serán canjeados por dólares. Según Schuler y Hanke (2002, pp 14-15), aproximadamente el 5% de las monedas europeas no fueron canjeadas por los nuevos euros en enero de 2002. Suponiendo que el 5% de la base monetaria no sea cambiada por dólares, entonces la tasa de conversión de Abr-14 sería 18.43 en lugar de 19.4.

14 El envío de monedas desde los EE.UU. podría ser costoso en relación con su valor. Los países que utilizan el dólar, como Ecuador y Panamá, tienen sus propias monedas emitidas localmente.

berán poder circular. El potencial de la competencia proporcionará un incentivo para funcionar de manera eficiente.<sup>15</sup>

### *Reforma Monetaria II: El Banco Central*

Con la eliminación del peso como moneda nacional no quedan razones para tener un banco central. Incluso si el BCRA mantuviese algunas de sus funciones, su papel sería diferente al de un banco central propiamente dicho. Los depósitos de las instituciones financieras y los bancos deben ser devueltos a sus propietarios.

El BCRA, sin embargo, tiene el 39% de sus activos (a finales de 2013) en letras no transferibles del Tesoro Nacional, esto significa que el banco central no puede vender estos bonos en el mercado. Es probable, entonces, que tras la venta de sus activos financieros, el BCRA tendrá pasivos financieros pendientes. Debido a que estos bonos tienen que regresar Tesoro Nacional, esta deuda se cancelará automáticamente.

La Tabla 3 muestra el balance del BCRA al 31 de marzo de 2014. Podemos usar esta hoja de balance para ilustrar cómo podría llevarse a cabo el cierre del BCRA. Vamos a suponer que el BCRA cancela su pasivo en dólares en el momento de su cierre.

Para el propósito de este ejercicio, vamos a utilizar números redondos. [Puede que sea más fácil de seguir si el lector no necesita agregar tres ceros. Tal vez mejor decir simplemente \$ 27 mil millones, \$ 395 millones, etc.?] En primer lugar, utilizando el tipo de cambio oficial, podemos convertir las reservas internacionales de ARS a USD (\$) para un total de \$ 27 mil millones. En segundo lugar, para determinar las reservas netas, restamos las siguientes cuentas de los pasivos: (1) cuentas corrientes en otras monedas (depósitos de bancos privados en dólares en el BCRA), (2) los depósitos del Gobierno Nacional y otros, (3) certificados de depósito para la inversión y (4) la deuda multilateral.<sup>16</sup> Por lo tanto, si el BCRA devuelve los depósitos en dólares a sus dueños y cancela su pasivo, las reservas netas se reducen a \$ 16.339 millones. Con una base monetaria de 349 millones de pesos, la relación de la convertibilidad es de 20 pesos por dólar.

Una forma de adquirir estos dólares es privatizar todos los bancos públicos, que también es una parte central de esta propuesta (véase

---

15 Para un análisis histórico de monedas privadas, véase Selgin (2008).

16 El valor de la deuda multilateral se estima en base a los balances anteriores. Este valor se incluye en "otros pasivos" y ya no se informa por separado en el balance del BCRA.

Table 2. Tasa de Convertibilidad

Year	Base money*	Net reserves*	Convertibility rate	Month	Base money*	Net reserves*	Convertibility rate
2002	29,200	8,700	3.4	Jan-14	363,900	14,900	24.4
2003	46,400	11,100	4.2	Feb-14	344,800	16,600	20.8
2004	52,500	11,100	4.7	Mar-14	349,000	16,400	21.3
2005	54,700	19,700	2.8	Apr-14	352,200	18,200	19.4
2006	80,100	26,500	3.0	May-14	348,900	17,800	19.6
2007	99,100	40,800	2.4				
2008	109,400	35,800	3.1				
2009	122,400	36,700	3.3				
2010	160,400	38,400	4.2				
2011	222,900	34,700	6.4				
2012	307,400	29,200	10.5				
2013	377,200	15,600	24.2				

\*En millones de pesos y dólares

Fuente: Cálculos sobre la base de información suministrada por el BCRA

más adelante), y transferir el producto de la privatización al gobierno federal para su uso en el canje de divisas. El gobierno aún tendría una baja relación deuda-PIB si se implementa esta estrategia. En el tercer trimestre de 2013, el Ministerio de Economía reveló una deuda bruta pública del 45,6% del PIB. En aras de simplicidad, suponemos que los dólares necesarios se adquieren sólo a través de la deuda.<sup>17</sup>

Por otro lado, debido a que la deuda pública en poder del BCRA volvería al tesoro, esta deuda se cancelaría en sí misma (porque el Tesoro recuperaría sus propios bonos). Hay dos componentes importantes de la deuda pública: (1) adelantos transitorios al Gobierno Nacional y (2) letras intransferibles del Tesoro Nacional, para un total de 532,727 millones de pesos. Esto significa que el PIB de la deuda cae al 26%. Sin embargo, el gobierno todavía necesitaría dólares en el corto plazo para tomar los pesos de la circulación. Si el gobierno toma la deuda en dólares para llevar la tasa de dolarización de 8 pesos por dólar la relación deuda-PIB se convierte en el 34%.<sup>18</sup>

17 Otra manera de cerrar la brecha entre la tasa de convertibilidad y el tipo de es que el BCRA transfiera sus pasivos en dólares a la tesorería en lugar de cancelarlos. De esta manera la tasa de convertibilidad cae sólo a 19 pesos por dólar.

18 Datos del Ministerio de Economía: [http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/?page\\_id=37](http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/?page_id=37). Un acuerdo entre la Argentina y el Club de París que implica un pago adicional de 3.700 millones de dólares aún no se ha actualizado en el informe del ministerio. Tomar este aumento de la deuda en cuenta tiene un efecto insignificante sobre la relación de la deuda; sería 32% en lugar del 31,8%.

Debemos tener en cuenta que hay otras deudas que el gobierno argentino aún debe "reconocer", como las transferencias por jubilación aplazada (que ha sido ordenado por los tribunales, pero aún no ejecutada por el gobierno). Además, por el momento, el litigio entre la Argentina y los Estados Unidos por la reestructuración de la deuda

Aún necesitamos resolver el resto del balance. En el activo, en miles de pesos, esta operación deja 82 mil millones. En el pasivo, hay un remanente de 321.257 millones de dólares. El patrimonio neto tiene un valor de 109,804 millones de pesos. Por lo tanto, los activos más la caída del patrimonio neto nos deja pasivos por 129.453 millones de pesos.<sup>19</sup> La incorporación de estos pasivos a la relación deuda-PIB se convierte en un 38,8%. Esta operación todavía implica una disminución del 6,8% del PIB.

Otros activos del BCRA, incluyendo edificios, podrían reducirse como operaciones de cierre del BCRA, aunque el BCRA podría mantener el espacio físico necesario para llevar a cabo las operaciones de compensación y de regulaciones mínimas.

El BCRA podría fusionarse con la Superintendencia de Entidades Financieras y las casas de cambio para cumplir su función de recopilar estadísticas fiables y de valor, asegurando el cumplimiento de las regulaciones financieras nacionales e internacionales, y permanecer, en el corto plazo, como cámara de compensación (clearing) para los bancos comerciales que operan en el país. El BCRA debe interrumpir, sin embargo, su rol de administrados de la política monetaria.

Con la eliminación de las facultades de banco central del BCRA, todas las regulaciones en el mercado cambiario deben ser abolidas inmediatamente. Argentina debe convertirse en un país libre de divisas, donde los contratos se pueden establecer en cualquier moneda que las partes acuerden, y los ahorristas puedan almacenar el valor en una moneda que elijan, incluso si el gobierno continúa utilizando el dólar como moneda de elección para recaudar impuestos. Las empresas deben ser autorizadas a girar sus ganancias a sus casas matrices y los importadores deben ser autorizados a comprar todos los bienes intermedios y finales del exterior que consideren necesarias para manejar sus negocios de manera eficiente.

### *Reforma Monetaria III: La Privatización de los Bancos Públicos*

---

después de la crisis de 2001 ha terminado con una decisión negativa para Argentina y las negociaciones entre las partes son para definir los medios de pago. Si Argentina se niega a pagar a los "holdouts" el canje de la deuda podría a caer de nuevo en forma predeterminada. Otros tenedores de bonos podrían iniciar acciones legales contra Argentina en el futuro, aumentando así aún más la cantidad de la deuda externa.

<sup>19</sup> La diferencia entre las contribuciones a organismos internacionales en nombre del gobierno argentino (activos) y de la contrapartida a los aportes del Gobierno Nacional a los organismos internacionales (pasivos) se puede poner en el patrimonio neto. Para el propósito de este ejercicio, este ajuste no cambia los resultados.

Para evitar la tentación de utilizar cualquier “puerta trasera” para expandir la oferta monetaria como un medio para financiar el déficit fiscal, se requieren medidas adicionales. En concreto, los bancos públicos deben ser vendidos, en particular el Banco de la Nación Argentina (Banco Nación), que es el banco público más grande a nivel nacional. Esta entidad pública es un jugador importante en el mercado y está sujeto a una fuerte influencia política. Por la misma razón, los bancos provinciales también deben ser vendidos. Mantener estos bancos en la esfera de la administración pública arriesgaría la estabilidad de la economía y de las instituciones financieras dado que tanto el gobierno nacional como los gobiernos provinciales han demostrado una falta de auto-control en el uso de los bancos públicos para financiar el déficit. Debido a que los bancos podrán emitir billetes bajo esta propuesta, el Banco Nación podría convertirse en el nuevo banco central de facto si sigue siendo un banco público. Lo dicho queda expresado en la competencia entre el Banco de la Provincia de Buenos Aires (Banco de la Provincia) y el Banco Nación antes de la creación del BCRA en 1935.

Además de mejorar la responsabilidad fiscal a nivel nacional y provincial, la privatización de los bancos públicos contribuirá a la reforma de otras dos maneras. En primer lugar, los ingresos de las ventas y las contribuciones fiscales complementan los ingresos del Tesoro. En segundo lugar, la eficiencia del sistema en la asignación de créditos mejorará una vez que los bancos se muevan fuera de la esfera pública y se conviertan en competidores privados en el mercado. Algunos de estos bancos, como el Banco Nación y el Banco de la Provincia, hoy participan ampliamente en el mercado. Por lo tanto, los beneficios de la mejora en la eficiencia no sería trivial.

El gobierno no necesita ser dueño de bancos para ejecutar programas sociales. Las iniciativas sociales pueden ser canalizados a través del Tesoro, la AFIP (Agencia de los ingresos fiscales), una oficina social en el gobierno, o de organizaciones no gubernamentales (ONG). Los beneficiarios de estas prestaciones podrían recibir fondos en el banco privado de su elección.

Del mismo modo, la reforma no sólo debe cerrar el BCRA sino también prohibir explícitamente a los gobiernos provinciales emitir su propia moneda. Estrictos límites son necesarios a nivel provincial, ya que es poco probable que las provincias puedan gestionar sus propias monedas, o hacerlo mejor que el propio BCRA. Sin embargo, si esto no es factible, y las provincias emiten sus propias monedas, estas

monedas probablemente tienen una circulación limitada (y quizás temporal) mientras el dólar (o la moneda de mercado de elección) se valora más alto que las monedas del gobierno provincial.

#### *Reforma Monetaria IV: El Sector Bancario*

Los bancos deben ser autorizados a emitir sus propias notas convertibles. Si bien esta práctica puede parecer extraña a la economía argentina, es un fenómeno bien conocido y documentado en la historia económica que persiste incluso hoy en algunos países. Antes del siglo 20, en la mayoría de los países los bancos comerciales emitían sus propios billetes. De hecho, los países con banca libre históricamente han superado a los países con bancos centrales en materia de estabilidad económica y financiera.<sup>20</sup> Esta propuesta se puede considerar como un sistema de banca libre en el que la base monetaria es la moneda de intercambio internacional, rol que antiguamente cumplía el oro.

Cierta confusión sigue vigente en cuanto a la Ley de Bancos Nacionales Garantidos en Argentina, que estuvo en vigor entre 1887 y 1890. Este período es erróneamente etiquetado como “banca libre”, y debido a que el experimento terminó con la crisis de Baring de 1890, puede dar lugar a la idea de que este tipo de sistema es inestable. La evidencia histórica en cuanto a los sistemas de banca libre no sólo se manifiesta en contra de esta conclusión, sino que la Ley de Bancos Nacionales Garantidos no era un sistema de banca libre, como tampoco lo fue “la era de banca libre en EE.UU.” (una estrecha excepción sería el Sistema de Suffolk entre 1825 y 1858), que inspiró el caso argentino.<sup>21</sup> La Ley de Bancos Nacionales Garantidos fue un arreglo mediante el cual los bancos comerciales fueron utilizados por el gobierno nacional para emitir deuda externa. No fue la inestabilidad de los bancos lo que provocó la crisis, sino la renuencia del gobierno nacional a pagar los bonos en poder de los bancos garantidos, que eran a su vez garantía de pasivos del banco Baring. Esta renuencia afectó la solvencia de los bancos garantidos y desencadenó la crisis de Baring de 1890.<sup>22</sup>

---

20 Véase Cachanosky (2010), Dowd (1988, 1990, 1992, 1993, 2001), Dwyer (1966), Krozner (1995), Laidler (2005), Sechrest (1993), Selgin & White (1988, 1997), Selgin (1988, 1996, 2000, 2001, 2010a, 2010b, 2011), White (1984, 2003, 2011) and Zegarra (2013) “title” : “Free Banking in Britain. Theory, Experience and Debate, 1800-1845”

21 Para profundizar en el caso americano, véase Dowd (1992, Capítulo 11) y Selgin (1988, pp. 12–15).

22 Más detallada véase Cachanosky (2012) y Cortés Conde (1989).

En el caso de la “era de la banca libre” en los Estados Unidos se destacan dos regulaciones en particular.<sup>23</sup> En primer lugar, a los bancos no se les permitía abrir sucursales en otros estados. El resultado fue un gran número de bancos que no pudieron diversificar el riesgo en distintas actividades geográficas. Por ejemplo, un banco que opera en una ciudad donde la actividad minera es la principal actividad económica no tiene más remedio que invertir la mayoría de sus recursos en esta actividad económica, atando su destino a una sola actividad económica en una única ubicación geográfica. En segundo lugar, se exigió a los bancos que respaldaran sus notas con bonos de baja calidad emitidos por el estado en lugar de usar el oro como respaldo. Este requisito significa que la oferta de dinero no puede adaptarse a los cambios cíclicos en la demanda de dinero (por ejemplo, siguiendo el ciclo agrícola), lo que produjo las crisis financieras de finales del siglo XIX, provocando dificultades financieras cuando varios estados no pudieron continuar pagando los bonos. Los países que tuvieron realmente una “era de banca libre” experimentaron un rendimiento superior a países como Estados Unidos, donde la regulación era abundante e inconveniente.<sup>24</sup>

La vuelta al patrón oro es una idea que todavía tiene algunos adeptos. Si bien el patrón oro tiene más mérito de lo que se suele aceptar, este sistema no es una opción viable para una reforma monetaria en Argentina hoy día. Un sistema de patrón oro requiere que el oro sea una moneda internacional, pero este ya no es el caso. Es el dólar la moneda que actualmente tiene ese rol. Por lo tanto, una vuelta unilateral al patrón oro por parte de Argentina carecería de los beneficios asociados al oro como moneda internacional. El oro puede aún funcionar como instrumento de atesoramiento, pero hoy día ya no es un medio de intercambio. En el hipotético caso de que Argentina regresara unilateralmente al patrón oro no habría compensación in-

---

23 Para ofrecer una representación justa, el sistema de banca libre de los Estados Unidos convivió con excesos de regulación. Para una discusión más detallada acerca de la banca en los EE.UU., consulte Dowd (1992, capítulo 11), Dwyer (1966) y Selgin y Negro (1994).

24 Para una comparación entre los EE.UU. y Canadá, consulte Selgin, (2010a, 493 a 495). Observamos que no hubo quiebras bancarias durante la Gran Depresión en Canadá, a pesar de la ausencia de un banco central en los EE.UU. hasta mediados de la década de 1930”. Además, la razón de que Canadá fundó su banco central tenía más que ver con motivaciones políticas e ideología (la idea de que es necesario un banco central) que con la inestabilidad inherente del sistema bancario.

ternacional de oro entre bancos centrales, mecanismo fundamental para este sistema monetario funcione.<sup>25</sup>

Hay dos formas en que los bancos privados emisores de notas convertibles pueden contribuir a la estabilidad financiera y macroeconómica: (1) el rol de las reservas y (2) los ingresos por señoreaje. El nivel reservas de los bancos desempeñan un papel importante informando a los bancos cuándo el crédito debe ampliarse o reducirse de modo que se logre el equilibrio monetario en el mercado. Cuando el banco tiene más reservas de las que considera necesario expande el crédito mediante la emisión de más billetes. Si los bancos tienen menos reservas de lo que consideran prudente, entonces los billetes convertibles son retirados de circulación. Como los bancos compiten entre sí, las reservas dejan a los bancos menos eficientes y se acumulan en los bancos más eficientes. Una la eliminación del peso y del BCRA que mejore la confianza llevará a que las reservas atesoradas por los ciudadanos vuelvan a los bancos en forma de ahorro, ampliando las reservas y contribuyendo al desarrollo de un mercado de crédito saludable. Además, la emisión de billetes convertibles contribuye a una adecuada elasticidad de la oferta de dinero, una característica necesaria para el equilibrio monetario y la estabilidad financiera. Los cambios en la demanda de dinero, por ejemplo para las actividades cíclicas como la agricultura, se pueden satisfacer fácilmente por cambios cíclicos en el suministro de notas convertibles sin necesidad de ajustar cíclicamente la base monetaria (conformada por moneda extranjera en nuestra propuesta). Por esta razón, las normas sobre los requisitos de reserva y emisión de billetes de banco pueden producir más daño que bien (el período de “banca libre” en los EE.UU. entre 1837 y 1863 es un caso ejemplar de este problema). La presencia de billetes convertibles libera al banco central de la responsabilidad de ajustar correctamente la oferta de dinero. Si en cambio es un banco central quien comete un error en el manejo de la política monetaria, entonces no hay otro banco que pueda ocupar su lugar. Los estudios históricos muestran que en un mercado competitivo de emisores de dinero, aquellos bancos que son ineficientes en el manejo de las reservas pierden mercado a costa de los bancos más eficientes, mejorando la eficiencia global de los mercados financieros.

Si hay un papel que el banco central podría desempeñar en el corto plazo es el convertirse en la primera cámara de compensación

---

25 Véase (White, 1999, 2008)

debido a que ya tiene cuentas abiertas de bancos en Argentina. Sin embargo, no hay ninguna razón para evitar que se desarrollen cámaras de compensación privadas, práctica común según muestra la historia económica. Las cámaras de compensación también funcionan como un control de calidad para los bancos miembros. Históricamente, sólo a aquellos bancos que contaban con un cierto nivel de eficiencia se les permitía conectarse a la red de bancos asociados a una cámara de compensación. No hay garantía de que una entidad pública argentina sea capaz de llevar a cabo esta actividad mejor que el sector privado competitivo con un interés genuino en la separación entre de bancos eficientes e ineficientes. Si los bancos deciden tener su propia cámara de compensación, entonces deben ser autorizados a hacerlo y dejar que la competencia del mercado sea el motor que mejora estos servicios.

Por otro lado, la emisión de billetes convertibles también puede convertirse en una línea de negocio rentable para los bancos. Escocia, Irlanda del Norte y Hong Kong tienen en la actualidad bancos que todavía emiten sus propios billetes. <sup>26</sup> En los tres países, el importe total de los billetes de banco privados en circulación ha ido en aumento en los últimos años. Según Hogan (2012), en Escocia el 95% de los billetes en circulación son proporcionados por los bancos privados, y el Tesoro británico estima que para Escocia e Irlanda del Norte, la actividad comercial de emitir billetes de banco privado ha dado ganancias totales de \$ 145 millones en 2005.

Existen beneficios potenciales, entonces, cuando los bancos emiten sus propios billetes, lo que hace del ejercicio de ofrecer billetes una oportunidad de beneficio en lugar de un costo operativo para el banco emisor. A corto plazo, estos beneficios contribuyen a las ganancias de los bancos y la solvencia del sistema financiero. A largo plazo, estos beneficios se traducen en mejores tasas de interés para los consumidores y el aumento y la mejora de aquellos servicios en los que los bancos compiten entre sí por los clientes.<sup>27</sup> Permitir a los bancos emitir sus propios billetes también implica que el señoreaje, ahora en manos del

---

<sup>26</sup> Los bancos que hoy están autorizados a emitir billetes privados son el Bank of Scotland, the Royal Bank of Scotland y el Clydesdale Bank en Escocia; el Bank of Ireland, First Trust Bank, Northern Banks y Ulster Bank en Irlanda del Norte; y el Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC), Standard Chartered Bank y el Bank of China en Hong Kong.

<sup>27</sup> Véase Hogan (2012, apéndice A) para un modelo que estima los beneficios de los billetes de banco privado.

gobierno argentino, caerá en manos de los residentes y de los bancos que operan en el país en lugar de la Reserva Federal de los EE.UU.

Hay, sin embargo, una barrera pragmática que los bancos deben superar. En el caso del patrón oro, hay razones prácticas para el uso de los billetes convertibles en lugar de oro en especie. Es más fácil de transportar y utilizar billetes para los intercambios que el oro mismo. Los bancos tendrán que invertir en medidas para incentivar a los clientes a utilizar sus billetes en vez de dólares directamente. Selgin (1988, capítulo 11) ofrece algunas sugerencias para superar este problema. Incentivos pecuniarios, tales como descuentos, beneficios, premios de devolución de efectivo, y mejores tasas de interés si se usan las notas emitidas por el banco pueden ser utilizadas por los bancos para incentivar a sus clientes a utilizar los billetes de banco privado en lugar de los dólares directamente. Los bancos en Argentina también pueden proporcionar mejor calidad de billetes que el de los dólares usados y desgastados que circulan en Argentina. Los billetes privados también pueden estar escritos en español, con un diseño más amigable para la ciudadanía argentina que aquella del dólar. Reconocidos jugadores de fútbol, artistas y parques nacionales son algunos ejemplos de cómo el diseño es un espacio abierto a la creatividad de los bancos emisores.

En casos como el período de la banca libre en Escocia, los propietarios de los bancos estaban sujetos a la responsabilidad ilimitada en caso de quiebra. Esta disposición proporciona seguridad a los clientes en cuanto a la recuperación de sus depósitos en el caso de quiebra de un banco y también señala el interés propio de los gerentes de los bancos para asegurar que las reservas se están invirtiendo de manera responsable. Del mismo modo, los bancos extranjeros en Argentina pueden extender la responsabilidad a sus sedes internacionales. Esta estrategia no sólo funcionaría como la responsabilidad ilimitada que tuvo lugar en Escocia, también puede ayudar a los bancos a hacer circular sus notas en países distintos de Argentina, ampliando así sus negocios. No hay ninguna restricción legal, por ejemplo, para que Estados Unidos los bancos emisores emitan sus propias notas convertibles.

El derecho a emitir billetes convertibles, sin embargo, no debería ser una práctica obligatoria. Los bancos pequeños pueden preferir utilizar las notas de otros bancos en lugar de emitir billetes propios, como se practicó en varios casos de banca libre. Los bancos más pequeños también pueden usar dólares directamente en lugar de las

notas de otro banco o pueden formar un consorcio para emitir billetes conjuntamente.

## **Reformas Monetaria V: Otros temas**

### *Competencia de monedas*

Esta reforma también permite a los bancos emitir su propia moneda fiduciaria como planteara Hayek (1976) en su propuesta de competencia monedas. Si bien no hay evidencia histórica suficiente para un escenario en el que los bancos compiten en la emisión de monedas fiduciarias para sacar una conclusión sólida con respecto a cómo se desarrollaría tal escenario, se trata de una posibilidad abierta en esta propuesta si a los bancos les resulta mejor opción que la emisión de billetes convertibles contra dólares estadounidenses u otras monedas fiduciarias.

Es dudoso, sin embargo, que en este escenario emerja una multiplicidad de monedas fiduciarias. En el caso de los billetes convertibles, todos los emisores comparten la misma unidad de cuenta. No hay ningún problema con una multiplicidad de tipos de cambio si distintos bancos emiten billetes convertibles tomando la misma moneda base. Sin embargo, en el caso de la competencia de divisas, cada moneda fiduciaria emitida privada es su propia unidad de cuenta. Además, un billete de banco es un contrato de crédito por parte del banco para el cliente que no puede ser ignorado sin consecuencias legales. Un banco que emite la moneda fiduciaria, por el contrario, sólo se compromete a mantener la estabilidad del poder adquisitivo. Sin embargo, si el banco recoge los depósitos y luego se hace caso omiso de su promesa no hay incumplimiento legal por parte del banco.<sup>28</sup>

Esperamos, pues, que aunque la competencia de divisas es una posibilidad, los billetes convertibles sean la opción elegida por los clientes para mantener sus depósitos seguros y, en el caso de los bancos, para señalar su compromiso con sus clientes.

### *No se Requiere una Reforma Constitucional*

La Constitución original argentina data de 1853, cuando la emisión de billetes por parte de bancos privados era una característica común en el mundo. No hay ninguna prerrogativa en la Constitución de que la moneda argentina deba ser proporcionada por un banco central. Las múltiples modificaciones de la Constitución dejaron esta

---

28 Véase Endres (2009), Luther (2011), Nash (2002) y White (1999, Capítulo 12).

característica intacta. El artículo 75, punto 6, da al congreso la facultad de “[e]stablecer y reglamentar un banco federal con facultad de emitir moneda, así como otros bancos nacionales.”<sup>29</sup> El punto 11 del mismo artículo dice que el Congreso tiene también la facultad de “[h]acer sellar moneda, fijar su valor y el de las extranjeras; y adoptar un sistema uniforme de pesos y medidas para toda la Nación.”<sup>30</sup> Más claramente, el artículo 126 establece que el Congreso tiene la facultad de autorizar a las provincias a emitir moneda, así como establecer bancos con la facultad de emitir billetes. No hay impedimento de la Constitución.<sup>31</sup>

Además, la Ley de Entidades Financieras no prohíbe la emisión de billetes por los bancos.<sup>32</sup>

El artículo 30 de la Carta Orgánica del BCRA establece que el banco central es la única entidad autorizada para emitir moneda. Debido a que la Carta Orgánica del BCRA perdería validez en el momento en que el BCRA cierre sus puertas, esto no es un impedimento para una propuesta como la aquí presentada.

### *Respuestas a Algunas Objeciones a la Dolarización Flexible*<sup>33</sup>

#### *A Través de la Dolarización, Argentina Resigna Su Soberanía Monetaria*

Que Argentina no debe renunciar a su soberanía monetaria nacional es una de las principales y más comunes objeciones a una política

29 CN, Artículo 75.6: “Establecer y reglamentar un banco federal con facultad de emitir moneda, así como otros bancos nacionales.”

30 CN, Artículo 75.11: “Hacer sellar moneda, fijar su valor y el de las extranjeras; y adoptar un sistema uniforme de pesos y medidas para toda la Nación.”

31 CN, Artículo 126: “Las provincias no ejercen el poder delegado a la Nación. No pueden celebrar tratados parciales de carácter político; ni expedir leyes sobre comercio, o navegación interior o exterior; ni establecer aduanas provinciales; ni acuñar moneda; ni establecer bancos con facultad de emitir billetes, sin autorización del Congreso Federal; ni dictar los Códigos Civil, Comercial, Penal y de Minería, después que el Congreso los haya sancionado; ni dictar especialmente leyes sobre ciudadanía y naturalización, bancarrotas, falsificación de moneda o documentos del Estado; ni establecer derechos de tonelaje; ni armar buques de guerra o levantar ejércitos, salvo el caso de invasión exterior o de un peligro tan inminente que no admita dilación dando luego cuenta al Gobierno federal; ni nombrar o recibir agentes extranjeros.”

32 Ley de Entidades Financieras: <http://www.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/16071/texact.htm>

33 En esta sección queremos abordar algunas de las objeciones más comunes a la propuesta de Hanke y Shuller (con similar argumentación) y agregamos también algunas potenciales objeciones a nuestra actualización de su propuesta.

monetaria que limite el poder del BCRA para intervenir en el mercado. Este argumento, hay que señalar, no es económico, sino político o incluso nacionalista. La objeción se basa en la “soberanía nacional” y no en la eficiencia económica. Impulsa esta objeción la idea de que una verdadera nación soberana tiene su propia moneda. Sin embargo, no hay razón para confundir la soberanía nacional con una moneda nacional (que es un instrumento, no un símbolo patrio.) De hecho, la historia económica muestra que las monedas nacionales son un fenómeno moderno y no una característica distintiva de la independencia nacional.

Hasta el final de facto del patrón oro debido a la Primera Guerra Mundial no había monedas nacionales. La unidad de cuenta y el medio último de cambio era el oro, que era un producto internacional con producción descentralizada utilizado como moneda compartida por muchos países. Bajo el patrón oro, los bancos centrales emitían billetes convertibles. Estos billetes funcionaban como sustitutos del oro, al igual que un cheque es un sustituto de los fondos en una cuenta corriente, pero no es la base monetaria. Los países bajo el patrón oro no eran menos soberanos de lo que son hoy. Lo que el patrón oro hacía, sin embargo, era impedir a los gobiernos la impresión de dinero para financiar el déficit fiscal. Esta restricción no refleja una falta de soberanía nacional, sino que es un límite institucional sobre el tamaño del gobierno. Parte de ser una nación soberana es tener límites eficaces a la fuerza del Estado.

Hoy en día no es difícil encontrar países soberanos y dolarizados como Ecuador y Panamá. De hecho, Panamá ha sufrido la crisis del 2008 relativamente menos que otros países a pesar de (o gracias a) no tener un banco central que “gestione los shocks externos.” Los países de la zona del euro también tienen una “dolarización euro”, pero nadie cuestiona su independencia. Aunque es cierto que el Banco Central Europeo no pertenece a ningún país en particular, como es el caso de la Reserva Federal, también es cierto que ningún país tiene la autonomía para llevar a cabo su propia política monetaria.<sup>34</sup> De hecho, es más fácil (más “soberano”) entrar y salir de la dolarización que hacerlo en un régimen de unión monetaria que requiere un acuerdo entre los miembros de forma multilateral.

---

34 La eurozona también tienen sus propias monedas locales con marcas locales únicas. Estas monedas pueden utilizarse libremente en cualquier país de la zona euro.

Nuestra propuesta traspasa la emisión de billetes desde un monopolio del gobierno a una administración descentralizada por parte de los bancos privados que operan en el país. Este cambio significa que la moneda emitida en forma doméstica todavía estaría presente en la forma de billetes privados. En este sentido, tampoco hay pérdida de soberanía. Un país no es soberano cuando tiene su propia moneda, sino cuando sus arreglos domésticos no están supeditados a las prerrogativas de otros países. Es decir, que el Estado puede proteger la libertad y el bienestar de sus ciudadanos.

La cuestión relevante no es sólo la de “soberanía monetaria nacional”, sino acerca de “quién es soberano” y “¿qué intenciones tiene para esa soberanía?” El soberano es el pueblo, no el gobierno. Una moneda nacional que va en contra de la libertad y el bienestar de sus ciudadanos es, en este sentido, un plan de lucha contra la soberanía. Esta propuesta devuelve la soberanía monetaria a sus titulares originales, el pueblo, y lo quita a un gobierno que ha dañado sistemáticamente el ahorro y el poder adquisitivo de la moneda limitando la libertad monetaria de los ciudadanos a los que representa. Un país cuyos ciudadanos no tienen la libertad de elegir la moneda que utilizan en sus contratos, ni para sus ahorros es, después de todo, un país con un tipo cuestionable de soberanía monetaria.

### *Área Monetaria Óptima*

Otra objeción podría ser que Argentina no pertenece a la zona monetaria óptima del dólar y por lo tanto los costos de dolarizar son más altos que los beneficios de adoptar esta moneda. Hay dos razones por las que este argumento es débil. En primer lugar, la mayoría de los estudios que tratan de definir las áreas monetarias óptimas toman el enfoque de definir las áreas óptimas a partir de costos y beneficios en lugar de dejar que las preferencias de los consumidores definan cuáles deberían ser sus costos y beneficios. Como argumentan Hanke y Schuler (1999b), si los argentinos exigen dólares, que claramente lo hacen, entonces el dólar es un área monetaria superior que el peso, independientemente de lo que los modelos que toman el enfoque inverso puedan manifestar. Es el mismo mercado el que, cuando tiene la opción, define cuál es su área económica óptima.

En segundo lugar, no hay nada en esta propuesta que ate a la Argentina con el dólar. Si bien proponemos que, en un primer paso, los pesos sean cambiados por dólares, los residentes y los bancos serán libres de utilizar cualquier moneda que elijan. Si el euro, por ejem-

plo, se convierte en una opción mejor que el dólar, nada prohíbe al mercado hacer el cambio. Creemos que un mercado competitivo con competencia de divisas es una mejor herramienta para definir las mejores monedas para el uso en Argentina que la alternativa de un gobierno central que carece de interés y convicción para mantener su propia moneda.

### *Argentina es Demasiado Grande para una Dolarización*

Si bien Argentina es una economía más grande que las de otros países dolarizados como Ecuador y Panamá, no es demasiado grande para la dolarización. En 2006, el tamaño del PIB de Argentina (1,5% del PIB de EE.UU.) fue similar al de los estados como Missouri, Connecticut, Louisiana y Oregón. Si Argentina es demasiado grande para la dolarización, entonces muchos estados de EE.UU. también deberían dejar de usar el dólar y emitir sus monedas propias.<sup>35</sup>

Además, países como Bélgica, Grecia, Irlanda, Portugal, Chipre, Estonia y Finlandia tienen un tamaño relativo similar con respecto a la zona euro del que Argentina tiene para con los EE.UU., pero aún así decidieron adoptar el euro como moneda. No hay ninguna razón para pensar que Argentina es demasiado grande para una dolarización.

### *Sobre-expansión de la Moneda Base*

Comúnmente se cree que bajo un sistema de banca libre, existe un gran riesgo de expansión excesiva de billetes, problema que esta misma propuesta quiere minimizar. Bajo el esquema aquí presentado, cualquier banco que sobre-expande la circulación de sus billetes pierde reservas a través de la cámara de compensación. Ningún banco puede aumentar de manera unilateral la oferta de billetes sin perder reservas. ¿Qué pasaría si los bancos coluden para expandir en forma concertada? A pesar de que este hipotético comportamiento mantendría la proporción de reservas promedio de cada banco estable, la volatilidad de las reservas aumentaría. Debido a este aumento de volatilidad, el nivel de reservas de precaución requeridas por los bancos para evitar una bancarrota aumenta, lo que lleva a interrumpir el comportamiento expansivo. El mercado ofrece chequeos a la expansión tanto cuando es unilateral como cuando es concertada.<sup>36</sup> Este problema de

---

35 Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Banco Mundial. No hay data confiable sobre el PIB de Argentina desde 2007.

36 Véase Selgin (1988, 2001) Selgin (2001, 2010).

sobre-expansión monetaria estuvo ausente en los casos históricos documentados bajo banca libre.

Es importante también tener en cuenta que la separación entre la base monetaria y las notas convertibles contribuye al equilibrio y la estabilidad monetaria. En un sistema de banca libre similar al que aquí se propone, un aumento en la demanda de los tenedores de notas convertibles (a diferencia de la base monetaria) puede ser satisfecha mediante el aumento de la oferta de notas bancarias sin necesidad de un cambio en la oferta de reservas. Bajo un sistema como el actual, un aumento en la demanda de los tenedores de pesos cambia la cantidad de reservas y requiere una reacción oportuna y precisa de la autoridad monetaria. La elasticidad de la oferta de dinero es más errática al no haber una separación entre base monetaria y billetes convertibles.

### *Fraude y Falsificación de Billetes*

Un banco fraudulento sería un banco privado que abre una sucursal en Argentina con la intención de recibir depósitos en dólares, que entrega notas convertibles a sus clientes, y luego huye con los depósitos. Este riesgo no parece estar ausente en las condiciones actuales, sin embargo no es problema serio. Un banco puede abrir una sucursal para recibir depósitos en pesos y aun así fugarse. Las actividades fraudulentas se combaten a través de control policial, no mediante la restricción de las prácticas bancarias. Una de las funciones del BCRA después de su cierre definitivo como banco central podría ser la de supervisar la actividad bancaria y asegurar que este tipo de actividad fraudulenta no ocurra. En cualquier caso, este problema no es un tema de preocupación en otros países donde se permite a los bancos ofrecer sus propios billetes.

Además, estudios de casos históricos de la banca libre indican que la falsificación nunca fue un problema.<sup>37</sup> Por el contrario, debe esperarse una reducción en la falsificación. Los billetes regresarán con más frecuencia y de forma rápida a los bancos emisores domésticos en comparación con lo que hoy ocurre con los dólares usados en Argentina que deben volver a la Reserva Federal para un chequeo definitivo. Hong Kong, Irlanda del Norte y Escocia, donde varios bancos emiten sus propios billetes, no muestran un aumento de los problemas de falsificación en relación con los países en donde se permite emitir moneda sólo al Banco Central.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Véase la referencia en el pie de página 20.

<sup>38</sup> Ver sobre estos dos problemas, Selgin (1988, Capítulo 10).

### *¿Qué Ocurriría si el Dólar Americano se Vuelve una Moneda Inestable?*

Si la política monetaria de EE.UU. se convierte en un problema para la estabilidad monetaria de Argentina, entonces nada impide a los agentes económicos y bancos de alejarse del dólar hacia cualquier otra moneda de su elección, que es lo que actualmente tratan de hacer cada vez que el peso se vuelve inestable. El euro, la libra esterlina, el real brasileño, el yen japonés, o cualquier otra moneda pueden reemplazar fácilmente el dólar. Esta beneficiosa flexibilidad está ausente en el sistema actual, en el que los agentes económicos no tienen la libertad de alejarse del peso para mantener a salvo los contratos y los ahorros por la elección de una moneda mejor. Sin duda, resulta curioso intentar defender el peso con el argumento de que otra moneda pueda ser inestable.

La falta de estabilidad es una preocupación comprensible dada la política monetaria que la Reserva Federal ha presentado desde la crisis de 2008. No hay razón, sin embargo, para suponer que esta propuesta despoja a los argentinos de la opción de utilizar cualquier otra moneda de su elección. Esta propuesta les da más oportunidades y libertad para diversificar el riesgo de moneda y cambiar de moneda en cualquier momento que lo deseen.

### *Prestamista de Última Instancia*

Otra objeción que puede presentarse a esta propuesta es que no habría ningún prestamista de última instancia. Esto, sin embargo, no es exactamente el caso. Si bien es cierto que *no habría un banco central argentino como prestamista de última instancia*, no es menos cierto que nada detiene a los bancos de recurrir a otros bancos o mercados internacionales para pedir préstamos.

Hay que aclarar, sin embargo, lo que se entiende por un prestamista de última instancia: podría ser (1) un prestamista que presta a otros bancos bajo cualquier circunstancia o (2) un prestamista que presta a otros bancos si la institución receptora es solvente por más que tenga un problema de liquidez.

Un prestamista de última instancia que no distingue entre bancos solventes e insolventes no puede agregar eficiencia al sistema al premiar la ineficiencia en lugar de la eficiencia. Este tipo de actor también incentiva la aparición de problemas asociados con el riesgo moral. Un prestamista de última instancia que presta a los bancos a una tasa premium, según la regla de Bagehot, es un prestamista de

última instancia que está en realidad tratando de imitar al mercado.  
<sup>39</sup> Un banco central que se comporta de esta última manera no es necesario porque el mercado ya ofrece ese tipo de servicio.

### *Competitividad Internacional*

Debido a la experiencia de la convertibilidad durante la década de 1990, los responsables políticos de la Argentina asocian la idea de la dolarización con la baja competitividad en los mercados internacionales. Esta asociación es imprecisa por dos razones. En primer lugar, como hemos comentado anteriormente, Argentina no fue dolarizada en la década de 1990, sino que estaba bajo una Caja de Conversión débil. En segundo lugar, se puede mirar Hong Kong como un caso ejemplar. Hong Kong tiene moneda convertible al dólar desde 1983 y sigue siendo una de las economías más competitivas del mundo a pesar de carecer del espacio geográfico y los recursos naturales que posee la Argentina. Argentina tiene una industria débil y poco competitiva debido a la falta de un ambiente amigable al mercado.

La eliminación del peso significa que el tipo de cambio ya no puede ser utilizado como instrumento para producir una “competitividad artificial” para los exportadores. La competitividad sostenible es el resultado de una economía sana, en crecimiento, y con un buen servicio de infraestructura en transporte, energía y comunicación. La competitividad también depende de impuestos bajos y simples y de un gobierno eficiente que es capaz de proporcionar la ley y el orden en el momento oportuno. La competitividad también depende de la ausencia de regulaciones que afecten la actividad empresarial y la creatividad. Si la devaluación y un “tipo de cambio competitivo” fuesen fuentes genuinas de competitividad, la Argentina sería uno de los países más competitivos del mundo.

### **Conclusión**

En su propuesta, Schuler y Hanke (. 2002, p 39) sostienen que la elección de Argentina no es aceptar o rechazar la dolarización, sino decidir en qué forma se implementará la dolarización. Su predicción es que bajo la actual política monetaria (a fines del 1990) o bajo una política cambiaria flotante la economía seguirá profundizando su dolarización extraoficial porque ya nadie confía en el peso.

---

<sup>39</sup> La Regla de Bagehot afirma que el prestamista de última instancia debe prestar a los bancos a una tasa premium. Al hacer esto, el prestamista de última instancia separa a los bancos con problemas de liquidez de los bancos solventes que estén dispuestos a utilizar la ventanilla de descuento del banco central.

Transcurridos más de diez años, se podría decir que Hanke y Schuler no estaban muy errados. Las regulaciones crecientes impuestas por el gobierno para restringir el acceso al dólar muestran que la Argentina ha seguido progresivamente una dolarización no oficial detrás de una aparente sensación de estabilidad del peso. Transacciones de bienes duraderos, como los bienes raíces, se llevan a cabo ya sea en dólares o con un precio en pesos anclado en el valor del dólar.

Ciertamente, la dolarización no es suficiente para corregir el desempeño económico de largo plazo de Argentina, pero es un paso necesario dado el abuso que el gobierno hace del BCRA. Una propuesta de este tipo, sin embargo, es un primer paso en la dirección correcta, hacia la corrección de desequilibrios económicos, y hacia la limitación de un gobierno que se comporta sistemáticamente como un adicto a las políticas populistas que no pueden financiarse sin devaluar su moneda a costa del ciudadano.

## Referencias

- Cachanosky, N. (2010). The Endogenous Stability of Free Banking: Crisis as an Exogenous Phenomenon. *New Perspectives on Political Economy*, 6(1), 31–48.
- Cachanosky, N. (2012). The Law of National Guaranteed Banks in Argentina, 1887-1890: Free-Banking Failure or Regulatory Failure? *The Independent Review*, 16(4), 569–590.
- Coremberg, D. (2013). Measuring Argentina's GDP Growth: Just Stylized Facts. ARKLEMS. <http://arklems.files.wordpress.com/2013/08/argentinagdpgrowtharklems2.pdf>
- Cortés Conde, R. (1989). *Dinero, Deuda y Crisis*. Buenos Aires: Editorial Sudamericana.
- Dowd, K. (1988). Automatic Stabilizing Mechanisms Under Free Banking. *Cato Journal*, 7(3), 643–659.
- Dowd, K. (1990). Did Central Banks Evolve Naturally? A Review Essay of Charles Goodhart's The Evolution of Central Banks. *Scottish Journal of Political Economy*, 37(1), 96–104. doi:10.1111/j.1467-9485.1990.tb00575.x
- Dowd, K. (1992). *The Experience of Free Banking*. London and New York: Routledge.
- Dowd, K. (1993). *Laissez-Faire Banking*. (M. J. Rizzo & L. H. White, Eds.) (1996th ed.). London: Routledge.
- Dowd, K. (2001). Central Banks: Who Needs Them? *Policy Options*, (May), 37–40.
- Dwyer, G. P. J. (1966). Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States. *Economic Review*, 1–20.
- Endres, A. M. (2009). Currency Competition: A Hayekian Perspective on International Monetary Integration. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(6), 1251–1263. doi:10.1111/j.1538-4616.2009.00255.x
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom* (2002 ed.). Chicago: The University of Chicago Press.
- Hanke, S. H. (2001). Argentina Endgame. Couple Dollarization with Free Banking. *Foreign Policy Briefing*, (67).
- Hanke, S. H. (2008). Why Argentina Did Not Have a Currency Board? *Central Banking Journal*, 18(3), 56–58.
- Hanke, S. H., & Schuler, K. (1999a). A Dollarization Blueprint for Argentina. *Foreign Policy Briefing*, (52).
- Hanke, S. H., & Schuler, K. (1999b). A Monetary Constitution for Argentina. *Cato Journal*, 18(3), 405–419.
- Hayek, F. A. (1976). *Denationalisation of Money* (2007 ed.). London: The Institute of Economic Affairs.
- Hogan, T. L. (2012). Competition in Currency. Cato Institute. *Policy Analysis*, (698), 1–53.
- Kroznar, R. (1995, September). Free Banking. The Scottish Experience as a

- Model for Emerging Economics. *Third World Quarterly*. Washington. doi:10.1080/01436590701507586
- Laidler, D. (2005). Free Banking and the Bank of Canada. *Bank of Canada Review*, (Winter 2005-2006), 15-24.
- Luther, W. J. (2011). Friedman Versus Hayek on Private Outside Monies: New Evidence for the Debate. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1831347>.
- Nash, J. F. (2002). Ideal Money. *Southern Economic Journal*, 69(1), 4-11.
- Schuler, K., & Hanke, S. H. (2002). How to Dollarize in Argentina, 1-46. <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/articles/schuler-hanke011231.pdf>
- Sechrest, L. J. (1993). *Free Banking. Theory, History, and a Laissez-Faire Model* (2008 ed.). Auburn: The Ludwig von Mises Institute.
- Selgin, G. A. (1988). *The Theory of Free Banking*. Lanham: CATO Institute and Rowman & Littlefield.
- Selgin, G. A. (1996). *Bank Deregulation and Monetary Order* (2002 ed.). New York: Routledge.
- Selgin, G. A. (2000). Should We Let Banks Create Money? *The Independent Review*, V(1), 93-100.
- Selgin, G. A. (2001). In-Concert Overexpansion and the Precautionary Demand for Bank Reserves. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), 294. doi:10.2307/2673887
- Selgin, G. A. (2008). *Good Money* (2011th ed.). University of Chicago Press and The Independent Institute.
- Selgin, G. A. (2010a). The Futility of Central Banking. *Cato Journal*, 30(3), 465-473.
- Selgin, G. A. (2010b). Central Banks as Sources of Financial Instability. *The Independent Review*, 14(4), 485-496.
- Selgin, G. A. (2011). Mere quibbles: Bagus and Howden's critique of the theory of free banking. *The Review of Austrian Economics*. doi:10.1007/s11138-011-0154-4
- Selgin, G. A., & White, L. H. (1988). Competitive Monies and the Suffolk Bank System: Comment. *Southern Economic Journal*, 55(1), 215-219. doi:10.2307/1058871
- Selgin, G. A., & White, L. H. (1997). The Option Clause in Scottish Banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(2), 270-273.
- Smith, V. C. (1936). *The Rationale of Central Banking* (1990th ed.). Indianapolis: Liberty Fund.
- White, L. H. (1984). *Free Banking in Britain. Theory, Experience and Debate, 1800-1845* (1995 ed.). London: The Institute of Economic Affairs.
- White, L. H. (1999). *The Theory of Monetary Institutions*. Oxford: Basil Blackwell.
- White, L. H. (2003). Accounting for Fractional-Reserve Banknotes and Deposits -or, What's Twenty Quid to the Bloody Midland Bank? *The*

*Independent Review*, VII(3), 423– 441.

White, L. H. (2008). Is the Gold Standard Still the Gold Standard among Monetary Systems? Washington D.C.

White, L. H. (2011). A Gold Standard with Free Banking Would Have Restrained the Boom and Bust. *Cato Journal*, 31(3), 497–504.

Young, A. T., & Dove, J. A. (2011). Policing the Chain Gang: Panel Cointegration Analysis of the Stability of the Suffolk System, 1825-1858, 1–39.

Zegarra, L. F. (2013). Free-Banking and Financial Stability in Peru. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 16(2), 187–226.