WALTER BAGEHOT

LOMBARD STREET. UNA DESCRIPCIÓN DEL MERCADO DE DINERO

Traducción de
Miguel Ángel Galindo Martín

Prólogo de
Jaime Caruana

Prefacio y revisión de la
traducción de
Kenneth Coates

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2012

ÍNDICE

Pág.

PRÓLOGO, de Jaime Caruana 9

PREFACIO, de Kenneth Coates 19

LOMBARD STREET. UNA DESCRIPCIÓN DEL MERCADO DE DINERO

AVISO 27

1. INTRODUCCIÓN 29

2. UNA VISIÓN GENERAL DE LOMBARD STREET 41

3. CÓMO NACIÓ LOMBARD STREET Y POR QUÉ ADOPTÓ SU FORMA ACTUAL 69

4. LA POSTURA DEL MINISTRO DE HACIENDA EN EL MERCADO DE DINERO 83

5. EL MODO EN QUE SE ESTABLECE EL VALOR DEL DINERO EN LOMBARD STREET 89

6. POR QUÉ LOMBARD STREET ESTÁ A MENUDO INACTIVO Y EN OCASIONES MUY ACTIVO 95

7. UNA EXPLICACIÓN MÁS EXACTA DEL MODO EN QUE EL BANCO DE INGLATERRA HA DESEMPEÑADO SU OBLIGACIÓN DE MANTENER UNA RESERVA BANCARIA ADECUADA Y DE ADMINISTRARLA CON EFICACIA 115

8. EL GOBIERNO DEL BANCO DE INGLATERRA 139

9. LOS BANCOS COMERCIALES 157

10. LOS BANCOS PRIVADOS 169

11. LOS INTERMEDIARIOS DE LETRAS 177

12. LOS PRINCIPIOS QUE DEBERÍAN REGULAR LA CANTIDAD DE RESERVA BANCARIA QUE DEBE MANTENER EL BANCO DE INGLATERRA 187

13. CONCLUSIÓN 201

Pág.

APÉNDICES 205

NOTA A. Pasivos y reserva de efectivo de los principales sistemas bancarios 207

NOTA B. Extracto de las pruebas aportadas por Mr. Alderman Salomons ante la Comisión Especial de la Cámara de los Comunes en 1858 211

NOTA C. Informe de la circulación y los depósitos del Banco de Dundee en intervalos de diez años entre 1764 y 1864. 221

NOTA D. Reunión de los propietarios del Banco de Inglaterra. 13 de septiembre de 1866 223

PRÓLOGO

Constantemente citadas, apenas leídas: éste es el sino habitual de las contribuciones clásicas en economía. *Lombard Street* de Walter Bagehot no es una excepción. Bagehot ha alcanzado la categoría de icono y es ampliamente reconocido como *el* autor que, ya en 1873, estableció los principios que orientarían hasta el presente las funciones de prestamista de última instancia de los bancos centrales. En realidad, Bagehot no fue el primer autor en abordar este asunto. Probablemente fue Francis Baring quien acuñó la expresión «prestamista de última instancia» en 1797 y Henry Thornton quien por vez primera exploró en profundidad el tema en 1802, yendo más lejos que Bagehot (Laidler, 2002; Humphrey, 2010). Bagehot tampoco se anticipó a las prácticas al uso. Pese al polémico tono de su obra —después de todo, Bagehot fue editor de la famosa e influyente revista *The Economist*—, el Banco de Inglaterra, como el propio Bagehot nos cuenta, ya había progresado en esa dirección, aunque sin reconocer abiertamente su función pública [1]. Además, las prácticas de los bancos centrales se han apartado considerablemente de los principios de Bagehot. Pero, a fin de cuentas, Bagehot fue el gran divulgador, la pluma que popularizó este concepto (Fetter, 1965), y su influencia ha sido duradera y profunda. Su obra constituye la base sobre la que los bancos centrales diseñan sus políticas.

Los lectores de habla hispana no deben dejar pasar la oportunidad que brinda esta nueva edición para conocer de primera mano lo que realmente dijo Bagehot, en lugar de limitarse a beber de fuentes secundarias. De hacerlo, no se arrepentirán. En esta introducción quiero ofrecer una interpretación personal del pensamiento de Bagehot, situándolo en su adecuado contexto histórico. Luego compararé brevemente sus principios con las actuales políticas de los bancos centrales. Pero permítanme subrayar que ésta es sólo una interpretación personal: en última instancia, el lector debe hacer su propia lectura.

[1] Debe tenerse en cuenta que, en aquella época, el Banco de Inglaterra legalmente seguía siendo una institución privada, pese a disfrutar de privilegios especiales.

Prestar sin restricciones pero a tasas desfavorables a instituciones solventes con problemas transitorios de liquidez y con la garantía de activos de calidad: probablemente ésta sea la interpretación más habitual de los principios de Bagehot, de su receta frente a los pánicos financieros. Bajo distintos ropajes, ésta es la forma en que probablemente el lector verá sus palabras recogidas en la literatura sobre el prestamista de última instancia (por ejemplo, Meltzer, 1986; Fischer, 1999, y Giannini, 1999) o en la tradición oral.

Pero, ¿es esto realmente lo que dijo Bagehot? Esta interpretación forma parte de su relato, pero indudablemente no es completa. Existen multitud de referencias explícitas en *Lombard Street* a «prestar sin restricciones» y «con la garantía de activos de calidad». Esto es incuestionable. Pero no hay una referencia clara a una «tasa desfavorable», por encima de las tasas de mercado. Y la distinción entre falta de liquidez e insolvencia está, en el mejor de los casos, sólo implícita. Permítanme que me explique.

Sin duda, Bagehot afirma que el banco central debe prestar «a un tipo de interés muy elevado» (p. 134). Pero, como algunos lectores avizores han señalado, nunca se refiere a una «tasa desfavorable», que por lo general se ha interpretado como una tasa *por encima* de las tasas de mercado (Goodhart, 1999; Bignon *et al*, 2011) [2]. Para entender por qué, es importante recordar el marco institucional (simplificado, sin duda, en el párrafo siguiente).

En la época en la que Bagehot escribió, en Inglaterra estaba vigente el patrón oro. La defensa de la convertibilidad *externa* de la libra esterlina en oro, a una paridad fija, resultaba primordial. Como salvaguardia, la Ley Bancaria de 1844 exigía que, aparte de un límite máximo a la emisión fiduciaria, el dinero de curso legal interno (efectivo, en forma de billetes y monedas) estuviese respaldado al 100 por 100 por oro. El dinero de curso legal era un pasivo del Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra, que también mantenía las reservas de oro que lo respaldaban. Además, la pérdida de confianza en los bancos locales y otras entidades en periodos de tensión solía inducir la retirada de fondos de los intermediarios y el atesoramiento de efectivo. La defensa de la convertibilidad *interna*, en paridad, de los depósitos en efectivo era

[2] La referencia más cercana de Bagehot a una tasa desfavorable es cuando afirma que la tasa debería ser suficientemente alta para actuar «como una penalización gravosa sobre la timidez desmedida» (p. 134). Con esto quiere simplemente decir que debería ser suficientemente alta como para evitar un innecesario endeudamiento preventivo con el Banco de Inglaterra, como el resto del párrafo deja claro (véase más adelante).

igualmente importante, como lo es actualmente. Como salvaguardia, el Departamento Bancario del Banco de Inglaterra, separado del anterior, mantenía la denominada «reserva bancaria» en forma de efectivo —billetes en su inmensa mayoría y algo de oro—. Esta reserva podía utilizarse para satisfacer la demanda de efectivo del público, también en caso de retirada de los depósitos que los bancos mantenían en el Banco de Inglaterra con fines de transacción (compensación). Así pues, mientras que las reservas de oro eran la salvaguardia última frente a una fuga *externa*, la reserva bancaria constituía la salvaguardia última frente a una fuga *interna*. Si el Banco de Inglaterra se quedaba sin billetes, la única forma de mantener la convertibilidad interna era que el Gobierno suspendiera la Ley Bancaria de 1844, permitiendo una mayor emisión marginal de billetes no respaldados por oro, que fue precisamente lo que sucedió durante los pánicos de 1847, 1857 y 1866. Y fueron estos pánicos los que en gran medida dieron forma a la obra de Bagehot.

En este contexto, no es difícil ver por qué Bagehot insistió en una tasa de interés elevada. Esa tasa constituía la principal arma con la que hacer frente a una fuga externa, para mantener a Inglaterra dentro del patrón oro. Además, en su opinión, al desalentar un excesivo endeudamiento, esta tasa también podía contener la fuga interna, protegiendo así la reserva bancaria. Como las fugas interna y externa solían aparecer conjuntamente cuando la confianza en el sistema financiero se evaporaba, Bagehot observó que un aumento de la tasa de mercado suponía una respuesta natural a ambas fugas. No es extraño que se quejase amargamente de la lentitud del Banco de Inglaterra para elevar las tasas.

La postura de Bagehot sobre la distinción entre falta de liquidez e insolvencia parece estar menos clara de lo que se cree. Los términos «solvente» e «insolvente» sólo se mencionan en dos ocasiones. En ambos casos, Bagehot parece tratar la insolvencia como sinónimo de incapacidad para cumplir los compromisos de pago con arreglo a las condiciones contractuales[3]. Sobre esta base, no sería posible distinguir entre la incapacidad para hacer frente a los pagos por una mera falta de liquidez (es decir, a la incapacidad transitoria para captar la liquidez necesaria para cumplir los compromisos) y la insolvencia estructural (es decir, una situación en la que, sin dificultades de liquidez a corto plazo, los activos valen menos que los pasivos). Aún más importante es la afirmación de Bagehot de que en cualquier momento «la cantidad de

[3] En la primera ocasión (p. 48), se refiere a la posible insolvencia de Inglaterra: presumiblemente, aquí se está refiriendo a una simple suspensión del patrón oro. En la segunda (p. 134), se refiere a los «comerciantes solventes», dando a entender los que son capaces de evitar el impago.

malos negocios en los países comerciales es una fracción infinitesimalmente pequeña del negocio total» (p. 134). Así pues, parece creer que los pánicos precipitaron quiebras que *no* reflejaban problemas generalizados de insolvencia estructural. Dado que, en aquella época, la «responsabilidad limitada» en los negocios era mucho menos frecuente que en la actualidad, sobre todo en banca y finanzas, dicha afirmación podría ser más comprensible. En tal caso, Bagehot estaba de hecho acabando con un importante dilema al que se enfrentan las autoridades al decidir sobre la provisión de liquidez de emergencia. Y su receta de suministrar únicamente financiación con la garantía de activos de calidad no era más que una manera de proteger al Banco de Inglaterra en caso de quiebra ocasional, sin que éste tuviera que juzgar la situación estructural de los balances de los prestatarios (Goodhart, 1999).

Por tanto, no es del todo sorprendente que apenas haya referencias en la obra a lo que en la actualidad podría interpretarse como «riesgo moral», es decir, el riesgo de que la confianza en la provisión de liquidez en caso de crisis pueda inducir una excesiva asunción de riesgos *ex ante*. Bagehot hace referencia a los problemas de riesgo moral *únicamente* en el contexto del propio Banco de Inglaterra, y no en el de aquellos que se endeudan frente a él. Así, afirma que la suspensión repetida de la convertibilidad podría inducir al Banco a navegar demasiado próximo al viento, con una reserva bancaria excesivamente reducida (p. 127). ¿Por qué el riesgo moral sólo debería ser aplicable al Banco de Inglaterra? La respuesta no está clara; Bagehot no aborda esta cuestión.

Para entender en qué medida pueden compararse las prácticas actuales con los principios de Bagehot, conviene clarificar algunas ambigüedades relativas al significado de «prestamista de última instancia». En la terminología moderna, esta expresión puede englobar dos modalidades diferentes de provisión de liquidez, aunque, sin duda, esta distinción no siempre está clara. La primera modalidad corresponde a las operaciones realizadas *como parte de los mecanismos vigentes para la instrumentación de la política monetaria* (en adelante «operaciones normales»). La segunda corresponde a las operaciones ejecutadas fuera de esos marcos —considérese la frontera entre ellas como la definición de «provisión de liquidez de emergencia»—. En principio, ambas pueden dirigirse a instituciones individuales o al mercado en general.

Los términos y condiciones de estas dos modalidades de provisión de liquidez difieren considerablemente. La primera modalidad es muy transparente y tiene lugar en condiciones bien conocidas por los participantes (véanse Borio, 1997, y Ho, 2010). Por ejemplo, como parte de sus marcos de instrumentación, todos los bancos centrales disponen de

algún tipo de facilidad de liquidez de respaldo. Esto es así *con independencia* de si las operaciones se realizan durante pánicos bancarios o no. La segunda suele ser mucho más discrecional y mucho menos transparente: en la mayoría de los casos, los bancos centrales no divulgan los términos concretos de estas operaciones o incluso las circunstancias que las activan, aunque puedan hacer públicos los principios generales.

Esta distinción permite entender que, históricamente, las funciones de prestamista de última instancia hayan evolucionado por vías que sólo en parte se ajustan a los principios de Bagehot. Cierto es que existen diferencias sustanciales entre países y que las prácticas han ido cambiando muy de deprisa, sobre todo tras la reciente crisis financiera. Dicho esto, y aun a costa de simplificar demasiado, es posible hacer algunas observaciones generales.

Parte de los principios de Bagehot pueden reconocerse con facilidad en las prácticas actuales. Primero, como regla general, los bancos centrales sólo ofrecen financiación con la garantía de activos, salvo en circunstancias excepcionales (por ejemplo, como parte de una provisión de liquidez de emergencia, cuando se conceden créditos puente para facilitar la reestructuración de una institución). Segundo, en el caso de operaciones normales, la mayoría de los bancos centrales presta sin restricciones: una vez cumplidos ciertos criterios de admisión, no racionan los fondos suministrados. Además, en periodos de graves tensiones generalizadas en los mercados, los bancos centrales han solido salirse de sus vías habituales para proporcionar liquidez adicional y, posiblemente, adecuar los propios marcos con el fin de relajar aún más las restricciones de financiación (por ejemplo, Borio y Nelson, 2008; Cecchetti y Disyatat, 2010). Por último, si uno interpreta que Bagehot exige además que las instituciones sean solventes, la mayoría de los bancos centrales procuraría seguir esta máxima, excepto en circunstancias especiales no muy distintas de aquéllas en que renunciarían a exigir la aportación de activos de garantía.

Pero aquí acaban las similitudes. En primer lugar, Bagehot difícilmente habría reconocido las prácticas relacionadas con las tasas de interés. Las facilidades de liquidez de respaldo en el marco de las operaciones normales suelen tener tasas por encima de las del mercado, mientras que las operaciones de liquidez de emergencia a instituciones individuales con problemas se han realizado con tasas por debajo de las del mercado, como parte de planes de reestructuración ordenada. En estos casos, es la solvencia la que suele estar en juego. Estas operaciones se asemejan más a lo que el Banco de Inglaterra hizo en 1890, para gran disgusto de *The Economist*, cuando un consorcio liderado por el ban-

co central con apoyo del Gobierno rescató Baring Brothers (Pressnell, 1968). Es más, los bancos centrales, una vez liberados del patrón oro, salvo cuando se han visto en dificultades por sus compromisos de tipos de cambio, han tendido a *reducir* drásticamente sus tasas oficiales en periodos de tensiones generalizadas en los mercados. En segundo lugar y como se señaló anteriormente, en la provisión de liquidez de emergencia ha imperado la «ambigüedad constructiva»: los bancos centrales han solido ser reticentes a clarificar *ex ante* cómo responderían en periodos de tensión, por temor a fomentar el riesgo moral. Bagehot era partidario de un enfoque más transparente y basado en reglas.

Como muestran estos ejemplos, las operaciones de préstamo de última instancia, al menos en su vertiente de provisión de liquidez de emergencia, han adoptado con el paso del tiempo un carácter bastante diferente del que Bagehot había imaginado. Su naturaleza cuasifiscal y vinculación con el riesgo de insolvencia estructural de las instituciones individuales ha cobrado importancia. Esto también explica la predisposición de los bancos centrales a aceptar activos de garantía de menor calidad que en las operaciones normales. Cierto es que las respuestas de política a las tensiones generalizadas en los mercados tras el estallido de la crisis financiera en 2007 parecen haber estado en mayor sintonía con los principios de Bagehot. Pero incluso entonces, las diferencias fueron patentes.

Podría resultar instructivo ilustrar de una forma más concreta esas similitudes y diferencias a través de dos ejemplos. Uno es la respuesta del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) a la crisis [4]. El otro es el amplio debate sobre si el banco central debe actuar como prestamista de última instancia del Gobierno (por ejemplo, De Grauwe, 2011). En cada caso, a modo de juego intelectual sin duda complejo, podemos tratar de imaginar lo que Bagehot podría haber dicho si viviera hoy.

Tras la crisis, el SEBC, al igual que muchos otros bancos centrales, respondió con resolución, ajustando sus operaciones normales para ofrecer abundante liquidez al sistema y recortando las tasas de interés oficiales, teniendo en cuenta las perspectivas de inflación. Con el tiempo, la provisión de liquidez fue creciendo generosamente, tanto en precios como en cantidades. En cuanto al precio, se permitieron desviaciones de la tasa de interés de mercado (a un día) con respecto a la principal tasa oficial a la que el SEBC ofrece la mayoría de fondos al sistema (la tasa marginal de las operaciones principales de financia-

[4] Véase en Merhling (2011) un provocativo análisis de la respuesta de la Reserva Federal con arreglo a los principios establecidos por Bagehot.

ción ejecutadas mediante pactos de recompra). En cuanto a las cantidades, el banco central pasó de un cuidadoso calibrado de las inyecciones de liquidez al sistema a una política de adjudicación pasiva de toda la financiación demandada por los bancos, mientras prolongaba el plazo de vencimiento de las operaciones. Hacia marzo de 2012, el proceso había culminado con dos operaciones a gran escala a tres años, por un volumen y un plazo muy superiores a las operaciones habituales anteriores a la crisis. Además, el SEBC amplió considerablemente el conjunto de activos de garantía admisibles. Asimismo, creó y activó una facilidad en dólares en estrecha cooperación con la Reserva Federal y otros bancos centrales. Como consecuencia, el marco operativo normal cambió significativamente. Sin embargo, sólo algunos bancos centrales del sistema, especialmente los de Irlanda y Grecia, suministraron en la práctica liquidez de emergencia, al margen del marco común. En parte como resultado de estas operaciones, el balance del SEBC se disparó desde un 15 por 100 del PIB en 2007 hasta más del 30 por 100 a comienzos de 2012.

¿Cómo habría juzgado Bagehot estos acontecimientos? Sin duda, habría aprobado la principal idea de la respuesta: prestar sin restricciones con la garantía de activos. La reducción de la tasa de interés, sin embargo, podría haberle dejado perplejo, algo comprensible, sin necesidad de defender las reservas de oro y la reserva bancaria. Dicho esto, probablemente habría tenido problemas con los aspectos más generales de la política aplicada. Le habría costado imaginar un régimen de moneda fiduciaria en el que se abandonara la restricción de convertibilidad externa y el banco central operara sin otra ancla que su propia política discrecional. Recuérdese su preocupación por el riesgo moral en el propio Banco de Inglaterra[5]. Además, Bagehot habría quedado bastante sorprendido por el vencimiento y la escala temporal de las operaciones. Esa persistente desconfianza entre bancos, cuatro años después del estallido de la crisis inicial, resulta difícilmente compatible con un pánico inducido por temor al agotamiento de la reserva bancaria o incluso de las reservas de oro; tal restricción no existe en un régimen de dinero fiduciario. Sin duda, podría haber conjeturado sobre la existencia de problemas estructurales de solvencia. Esta *no* es la situación que había contemplado al proponer sus políticas, ni una situación que pueda resolverse con el único apoyo de una generosa provisión de liquidez. El prolongado suministro de liquidez, en ausencia de medidas

[5] De hecho, como deja claro la obra, Bagehot sólo aceptó de mala gana el papel central del Banco de Inglaterra, pues tenía una fuerte preferencia por un sistema competitivo de banca libre, donde cada banco es responsable de salvaguardar sus propias reservas.

que aborden las causas estructurales de los problemas con la calidad de los balances, puede ayudar a ganar tiempo, pero también a desperdiciarlo, al debilitar los incentivos para atajar esos problemas.

Recientemente, algunos analistas, académicos y participantes en los mercados han sostenido que el banco central debería actuar como prestamista de última instancia de su propio Gobierno. Argumentan que, al igual que los bancos están sujetos a episodios de pánico y retiradas masivas de fondos, lo mismo les ocurre a los gobiernos. Un prolongado periodo de desconfianza en las finanzas de un emisor soberano puede conducirle a una situación de impago, al elevar el coste de su financiación y privarle de la liquidez necesaria. El banco central puede solucionar este problema, simplemente imprimiendo dinero. La capacidad del banco central para intervenir de forma ilimitada evita el impago e incluso un círculo vicioso en el que los mayores costes de financiación *causan* de hecho la insolvencia, o sea, una situación en la que, ante la incapacidad del soberano de recaudar los impuestos necesarios, el valor de sus obligaciones supera su capacidad de pago. Los partidarios de esta idea alegan como principal ejemplo de este beneficio la diferencia que existe entre los soberanos de la zona del euro y aquellos que emiten su propia moneda, argumentando que, para una situación presupuestaria dada, los mercados están valorando de forma más generosa la deuda soberana de estos últimos.

Probablemente, estos argumentos habrían dejado perplejo a Bagehot. En primer lugar, en su relato, es el Gobierno el que salva al banco central y no al revés. En segundo lugar, probablemente habría reconocido que esa política podía arrastrar a las autoridades a la indisciplina fiscal: todos sus temores sobre los sistemas monetarios no convertibles radicaban en la falta de ancla externa de éstos. Por último, su argumentación podría haber continuado así: siempre y cuando no se cuestione la capacidad a largo plazo del soberano para recaudar impuestos *en cantidad suficiente*, ¿por qué tendría el soberano que sufrir una retirada masiva de fondos en primer lugar? Después de todo, de todos los agentes económicos, el Gobierno es el que puede permitirse un horizonte temporal más largo. Es el agente que, siempre y cuando mantenga su solvencia, puede trasladar de forma más creíble recursos reales desde el futuro lejano hasta el presente. En tanto en cuanto la política monetaria no afecte a las variables reales a largo plazo, las situaciones fiscales insostenibles sólo podrán resolverse mediante inflación o impagos. En cualquier caso, los tenedores de deuda pública sufrirán pérdidas.

Pero permítanme concluir aquí y volver a *Lombard Street*. La característica distintiva de una obra de calidad es que inspire un rico reper-

torio de ideas sobre el pasado, el presente y el futuro. Con arreglo a este criterio, el texto de Bagehot merece ser considerado como un clásico. Se puede estar o no de acuerdo con él, pero no se puede dejar pasar la ocasión de afrontar directamente sus argumentos. Estoy seguro de que disfrutarán con su lectura.

Jaime Caruana
Director General del Banco
de Pagos Internacionales (BPI)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Baring, Sir Francis (1797): *Observations on the establishment of the Bank of England and on the paper circulation of the country*, edición de 1967, New York: Augustus M. Kelley.

Bignon, V.; Flandreau, M., y Ugolini, S. (2011): «Bagehot for beginners: the making of lender-of-last-resort operations in the mid-nineteenth century», *The Economic History Review*, pp. 1-29.

Borio, C. (1997): «The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey», *BIS Economic Papers*, núm. 47, julio.

Borio, C., y Nelson, W. (2008): «Monetary operations and the financial turmoil», *Informe Trimestral del BPI*, marzo, pp. 31-46.

Cecchetti, S., y Disyatat, P. (2010): «Central bank tools and liquidity shortages», *FRBNY Economic Policy Review*, agosto, pp. 29-42.

De Grauwe, P. (2011): «The European Central Bank as a lender of last resort», *VoxEU*, 18 de agosto.

Fetter, F. (1965): *Development of British Monetary Orthodoxy, 1797-1875*, Harvard: Harvard University Press; Oxford: Oxford University Press.

Fischer, S. (1999): «On the need for an international lender of last resort», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 13 (4), otoño, pp. 85-104.

Giannini, C. (1999): «Enemy of none but a common friend of all? An international perspective on the lender-of-last-resort function», *IMF Working Paper,* WP/99/10, enero.

Goodhart, C. (1999): «Myths about the lender of last resort», *International Finance*, vol. 2 (3), pp. 339-360.

Ho, C. (2010): «Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond», en P. Siklos, M. Bohl y M. Wohar (eds.), *Challenges in central banking: the current institutional environment and forces affectting monetary policy*, Cambridge: Cambridge University Press. Una versión más amplia está disponible como *BIS Working Papers,* núm. 253, junio de 2008.

Humphrey, T. (2010): «Lender of last resort: what it is, whence it came, and why the Fed isn't it», *Cato Journal*, vol. 30 (2), primavera/verano, pp. 333-364.

LAIDLER, D. (2003): «Two views of the lender of last resort: Thornton and Bagehot», *Cahiers de l'Economie Politique,* vol. 48, noviembre. Reimpreso en *Macroeconomics in Retrospect: The Selected Essays of David Laidler,* Edward Elgar, 2004.

MEHRLING, P. (2011): *The new Lombard Street – How the Fed became the dealer of last resort*, Princeton: Princeton University Press.

MELTZER, A. (1986): «Financial failures and financial policies», en G. KAUFMAN y R. KORMENDI (eds.), *Deregulating financial services: public policy in flux*, Cambridge, Massachusetts: Ballinger.

PRESSNELL, L. (1968): «Gold flows, banking reserves and the Baring crisis of 1890», en C. WHITTELEY y J. WILSON (eds.), *Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers*, Oxford: Oxford University Press.

THORNTON, H. (1802): *An Enquiry into the Nature and effects of the Paper Credit of Great Britain*, edición de 1939, con una introducción de F. von Hayek, London: George Allen and Unwin.

PREFACIO

Walter Bagehot fue un hombre de su época. Un hombre práctico, sin duda, muy lejos de ser un pensador abstracto. Si fue esclavo de algún economista difunto, seguramente hubiese admitido ser discípulo de aquel profesor escocés de filosofía moral, Adam Smith. Más que de cualquier construcción teórica, sus conclusiones proceden de la aguda observación de prácticas contemporáneas en los negocios, la política y las artes. Desde el inicio de *Lombard Street* dictamina que «sin lugar a dudas, lo mejor que puede hacer un Gobierno con el mercado del dinero es dejar que cuide de sí mismo» y termina señalando que «el sistema natural de la banca es de muchos bancos, cada cual con su propia reserva de efectivo». Sus instintos, entonces, eran claramente de *laissez faire*. Sin embargo, reconociendo los límites que la tradición y el accidente histórico habían impuesto a la estructura del mercado bancario, sus recomendaciones fueron eminentemente prácticas.

Esta nueva edición en castellano de *Lombard Street* pone al alcance de las actuales y futuras generaciones de hispanoparlantes —sin duda mejor preparadas en temas económicos y financieros que sus antecesoras— uno de aquellos clásicos que sí debe leerse. Dos veces bueno por breve, pero además rico en la historia de la evolución de la banca y de la autoridad monetaria. Como dice el propio Bagehot, hay una tendencia a pensar que lo que funciona mejor una vez establecido es aquello que sería lo más fácil de establecer. El libro nos enseña los vericuetos de la City londinense por los cuales deambuló la actividad financiera antes de adoptar sus rasgos definitivos, así como la primera mitad del camino recorrido por el Gobernador y la Compañía del Banco de Inglaterra entre su creación como empréstito privado al Gobierno en 1694, hasta su nacionalización en 1946 y el logro de su autonomía formal en 1998.

Pero la obra se hizo famosa por sus recomendaciones, particularmente aquellas para momentos de crisis. Bagehot se daba cuenta que con el pasar del tiempo el sistema evolucionaba —aun cuando fuese dando tumbos— y que el Banco iba asumiendo responsabilidades para las cuales no había sido creado. Como parece ser la costumbre inglesa,

en ningún lado estaban escritas las nuevas reglas. Además, el marco de gobierno corporativo era poco apropiado a las nuevas responsabilidades. Lo que más le molestaba, sin embargo, era la ambigüedad de la respuesta del Banco en tiempos de zozobra. Sentía la necesidad de hacer claro, explícito y enérgico su papel de prestamista de última instancia ante las crisis de liquidez.

Su insistencia en el tema lo ubica claramente entre aquellos que sentían que la certeza de una vigorosa intervención del Banco ante una demanda súbita de efectivo tendría un efecto calmante en el mercado. Un resultado que compensaba con creces el riesgo de que aquella certeza erosionase la prudencia y la cautela en el negocio bancario.

De la mano del prestamista de última instancia, entonces, el autor nos ofrece uno de los primeros abordajes en la literatura al tema del riesgo moral. En su enfoque preocupa más la conducta del Banco de Inglaterra ante el Estado inglés que la del propio mercado ante el Banco, aunque probablemente ello se deba a su personalidad jurídica aún privada. Del relato, en cambio, se desprende la impresión de que el Directorio del Banco —compuesto en general por comerciantes londinenses sin apuros financieros— comprendía cabalmente la naturaleza de bien público de la institución, cuya función no era ganar dinero en demasía sino garantizar un ambiente propicio para los negocios. Aparentemente era de esperar que el resto del sistema asumiera algún riesgo en cuanto al tamaño de la reserva mantenida.

Dada la influencia de Bagehot en la evolución posterior de la banca central, existe una fuerte tentación de trazar paralelos entre los pánicos bancarios londinenses de mediados del siglo XIX y la turbulencia global corriente en los mercados financieros. Debe tenerse presente, no obstante, que tanto la banca central como la banca en sí son actividades muy distintas hoy y entonces. Tanto han cambiado que todo intento de aplicar sus dictámenes a la situación actual deberá ineludiblemente comenzar por enumerar las diferencias del marco legal y macroeconómico aplicable: *patrón oro versus tipo de cambio flotante, convertibilidad metálica versus dinero fiduciario, banca fraccional versus banca universal, dominancia fiscal versus autonomía de la banca central, responsabilidad patrimonial versus responsabilidad limitada,* por mencionar sólo algunas de las más importantes.

Yo agregaría a la lista la evolución del concepto de riesgo moral, que quizás sea el aspecto más urticante de la actual crisis financiera mundial. En aquella época se trataba de conductas que incorporaban mayor riesgo en la medida que existía la percepción de un posible salvamento en

caso de siniestro. Algo así como aventurarse a nadar en aguas peligrosas en la cercanía de un socorrista. Sin duda irresponsable, pero al fin y al cabo era la vida de uno la que estaba en juego. En el mundo de hoy, en cambio, podría definirse el riesgo moral en la actividad financiera como la predisposición consciente a asumir riesgos desmedidos con la expectativa de que las posibles ganancias se conserven mientras que las eventuales pérdidas sean asumidas por la sociedad. Más que una actitud irresponsable, un comportamiento abiertamente antisocial.

La diferencia entre una y otra actitud surge con la aparición de grandes conglomerados financieros que esgrimen un arma defensiva fuera del alcance del participante común del mercado: su propio peso específico. El impacto global de la quiebra de una de estas entidades en el sistema financiero y de pagos, en la economía y en la sociedad tendría un coste político que pocos gobiernos democráticos estarían dispuestos a asumir. Por algo son conocidas por las siglas TBTF («*too big to fail*» o demasiado grandes para quebrar) [1]. Éste es el elemento nuevo de la ecuación, el que cambia las reglas del juego y modifica radicalmente la naturaleza de las operaciones de emergencia de la banca central. Es evidente que Bagehot no veía un gran peligro en el riesgo moral. Quizás, como buen victoriano, le costaba visualizar un sistema doblegado por fuerzas ajenas a la ignorancia y la torpeza. Supuestamente, la sociedad mesovictoriana había instalado sutiles códigos y filtros para evitar que gentes de moral azarosa pudiesen alcanzar posiciones de influencia en la sociedad y en los negocios. Tiempos más modernos no han sido tan afortunados [2].

Pero el motivo principal de su indiferencia ante el elemento de riesgo moral que representaba para la banca privada un prestamista de última instancia estaba en el hecho de que la única institución TBTF en el sistema que él conocía era el propio Banco de Inglaterra. El Banco era «el Sistema» y siempre sobreviviría, aun cuando hubiese que recurrir al pleno crédito de la nación en apoyo de su balance. Los demás actores eran todos de dimensión sacrificable. Sin duda hubiera com-

---

[1] Técnicamente se denominan instituciones financieras de importancia sistémica (o SIFI por sus siglas en inglés).

[2] Fue Keynes (nacido unos años después de la prematura muerte de Bagehot) quien abordó por primera vez la manera en que el lado oscuro de la naturaleza humana podía inyectar inestabilidad en la economía: «desear el dinero como pertenencia —en lugar de desearlo como medio para disfrutar de la vida y sus realidades— será visto por lo que es: una de esas tendencias semicriminales o patológicas de una morbidez algo repugnante que, escalofrió mediante, se derivan al especialista en enfermedades mentales», «The Future», *Essays in Persuasion* (1931) Ch. 5, JMK, CW, IX, pp. 329-331, *Economic Possibilities for our Grandchildren* (1930).

prendido el concepto de una institución demasiado grande (e interconectada) como para dejarla quebrar, pero le hubiera costado muchísimo entender cómo pudo llegarse a un mercado de tan alta concentración [3]. Al fin y al cabo, como decía la gente, la banca era un oficio como cualquier otro.

En cuanto a las operaciones de emergencia de la banca central en la actual crisis, con el correr del tiempo desde su irrupción se ha hecho evidente que los problemas de fondo no son de iliquidez sino de insolvencia. Bagehot no hubiera aprobado el uso de líneas de crédito del banco central para apoyar instituciones insolventes, ya que su función era permitir a instituciones solventes paliar las situaciones de iliquidez generalizada en el mercado y debían repagarse una vez superado el nerviosismo de los depositantes. En cuanto a las instituciones insolventes, probablemente hubiese dudado entre nacionalizarlas o dejarlas caer, pero nunca mantenerlas indefinidamente a flote con dinero público.

Más allá de su contexto histórico, *Lombard Street* da lugar a reflexiones acerca de los orígenes de la actual crisis global y del tiempo que insumirá un retorno a la normalidad. Si bien en los principales centros financieros del mundo la banca sucumbió al riesgo moral, este comportamiento no pudo haberse dado sin la complicidad de las autoridades públicas.Y es que los gobiernos también enfrentan un riesgo moral, que consiste en tratar de prorrogar su estadía en el poder mediante mejoras transitorias en el nivel de bienestar que seduzcan al electorado. Esta tradicional tentación suele manifestarse en un fuerte aumento del gasto fiscal en los años electorales, generalmente de rápida reversión.

Pero ya cuando la apuesta es a prolongar las fases expansivas del ciclo económico a partir del crédito barato, la desregulación de la industria financiera y una supervisión laxa, el precio a pagar es muy superior en coste y duración. Se sabe que existe la posibilidad de un duro aterrizaje, pero se subestima la probabilidad al ignorarse la acumulación real de riesgos en cartera de los intermediarios financieros. La exuberancia irracional se apodera de los mercados, fomentando burbujas en el precio de los activos que alientan el consumo y el endeudamiento privado, mientras el monto del gasto público crece más allá de los niveles estructuralmente aconsejables. Tras la detonación de la crisis el consumo se restringe por el fuerte endeudamiento de los hogares, el

[3] La crisis financiera internacional reforzó la concentración del mercado. Según Bloomberg, a fines de 2011 los cinco mayores conglomerados financieros de los Estados Unidos representaban el 56 por 100 del mercado por activos, comparado con el 43 por 100 a fines de 2006. Se trata de JP Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo y Goldman Sachs.

crédito se retrae debido a la alta morosidad y la necesidad de atesorar liquidez en la banca, las empresas bajan su nivel de actividad al percibir una menor demanda y el sector público ajusta su gasto ante la caída de la recaudación y la creciente presión del servicio de la deuda pública.

En resumen, la reedición de *Lombard Street* nos permite apreciar —ante todo— el gran proceso de transformación de la industria financiera hasta llegar a Wall Street, junto a lo que se ha ganado y perdido en el trayecto. Se destaca el énfasis del papel del prestamista de última instancia, que a su vez nos lleva a analizar la naturaleza del riesgo moral en épocas del autor. En comparación con la actualidad, la presencia en el mercado de instituciones financieras sistémicamente importantes ha modificado la esencia del riesgo moral, introduciendo riesgos operativos en el sistema que conducen la mayoría de las veces a la insolvencia antes que a la iliquidez. El resultado es que las operaciones de emergencia de la banca central se han transformado en mecanismos permanentes de supervivencia artificial de un sistema que tardará lustros en eliminar los excesos acumulados[4].

Un aspecto final que no deja de inquietar es la limitada repercusión de las voces de alerta que se alzaron durante todo este proceso. El hecho de que las propias agencias públicas encargadas de velar por la estabilidad del sistema financiero hicieran caso omiso de —y en algunos casos hasta alentaran— los evidentes excesos, lleva a pensar que aún carece de robustez suficiente la institucionalidad que alberga esta función. La inclusión de la supervisión bancaria como mandato del banco central seguramente hubiese merecido la aprobación de Bagehot, pero ¿a quién habría sugerido para vigilar al banco central?

Montevideo, abril de 2012

Kenneth Coates
Ex-Director del Centro de Estudios
Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

[4] Después del colapso de las burbujas accionaria e inmobiliaria en Japón a finales de los años ochenta, su economía ha permanecido semiestancada durante más de dos décadas durante las cuales su PBI per cápita promedió un crecimiento anual de 0,4 por 100.

AVISO

La elaboración de este pequeño libro me ha llevado más tiempo del que, quizás, mis lectores consideren que merece de acuerdo con su extensión o importancia. Comenzó nada menos que en otoño de 1870, y aunque su desarrollo fue a menudo suspendido por otras tareas apremiantes y por problemas de salud, nunca he dejado de trabajar en él siempre que he podido. Pero me temo que por ello en algunos ejemplos al menos, puede parecer que en todas las partes del libro no «se habla del mismo momento», como dirían los abogados. Las cifras y los ejemplos que se suelen utilizar con la mayor naturalidad en un momento no son los que se utilizan habitualmente en otro; y no cabe esperar que exista coherencia en este aspecto en un libro que se escribe tan lentamente y que se ocupa de un tema tan vivo y cambiante.

Me temo que no debo esperar una acogida muy favorable a esta obra. Se habla principalmente de cuatro grupos de agentes —el Banco de Inglaterra, los bancos comerciales, los banqueros privados y los intermediarios de efectos—; y mucho me temo que no gustará del todo lo que se diga de ellos. Sólo puedo decir que las opiniones que se expresan no se han formado precipitadamente o a distancia de los hechos, sino que por el contrario se han madurado lentamente en la propia Lombard Street y que, quizás, como no complacerán totalmente a nadie, puedo al menos solicitar el crédito de haber sido imparcial en mi crítica.

Debo agradecer a un amigo la corrección de las pruebas finales, que no pude revisar debido a una enfermedad. Si no hubiera sido por su amable ayuda, tendría que haberse pospuesto la publicación del libro hasta el otoño, lo que, sumado a una elaboración que ha sido tan lenta, me hubiera molestado mucho.

Walter Bagehot
The Poplars, Wimbledon
26 de abril de 1873

1 INTRODUCCIÓN

Me aventuro a llamar a este ensayo «Lombard Street» y no el «mercado monetario», o cualquier otro título por el estilo, porque deseo ocuparme de realidades concretas, y mostrar que ésa es mi intención. Una idea predominante es que el mercado monetario es algunas veces tan intangible que sólo puede hablarse de él en términos muy abstractos, y que, por tanto, los libros que tratan sobre él tienen que ser siempre excesivamente complicados. Pero mantengo que el mercado de dinero es tan concreto y real como cualquier otro; cosa que se puede describir en términos claros; que es culpa del autor si no lo hace así. Sin embargo, en un aspecto admito que quizás voy a tomar una injusta ventaja. La mitad, y más de la mitad de la supuesta «dificultad» del mercado monetario ha surgido de la polémica respecto a la «Ley de Peel», y de las discusiones abstractas sobre la teoría en la que se basa, o se supone que se basa, dicha ley. Pero en las siguientes páginas quiero hablar tan poco como pueda de la Ley de 1844; y cuando lo haga, me ocuparé casi exclusivamente de los efectos que ha tenido y apenas o nada, de su elegante fundamento.

Tengo diversas razones para hacerlo así; una de ellas es que si se dice algo acerca de la Ley de 1844, apenas importará lo demás que se pueda decir, porque pocos lo escucharán. La mayoría de los críticos aprovechará lo que se exponga respecto a la Ley, como si fuera el punto principal, para atacarla o para defenderla. Ha habido una controversia tan feroz respecto a esta Ley del Parlamento —y existe todavía tanta animadversión— que una sola frase respecto a ella es mucho más interesante para muchos que un libro completo sobre cualquier otro aspecto del tema. Dos personas que discutan con entusiasmo sobre este asunto, formularán a todo aquel que se ocupe de nuevo de él, una única pregunta: ¿Está a favor nuestro o en contra?, y no les preocupará casi nada más. Desde luego, si la Ley de 1844 fuera realmente, como se piensa habitualmente, el *primum mobile* del mercado monetario inglés, según algunos la fuente de todo lo bueno y según otros el origen de todos los males, la enorme irritación que se generaría al opinar sobre ella, no sería una razón para no dar una opinión libre. Una persona que escribe sobre cualquier tema no debe obviar cuál es su asunto principal, por mie-

do a que otros puedan criticarle. Pero, en mi opinión, la Ley de 1844 es sólo un tema secundario en el mercado de dinero; ya que se ha dicho con creces todo lo que se puede decir, y los acontecimientos relacionados con la misma se les ha concedido una importancia relativa mayor de la que merecen. No debemos olvidar que desde 1844 ha pasado un cuarto de siglo —un periodo singularmente notable por su progreso material y en cierta medida maravilloso por su desarrollo bancario—. Por tanto, incluso si los hechos de 1844 a los que tanto se han referido tuvieron entonces la importancia que se les atribuyó, y creo que incluso entonces en algunos aspectos fueron exagerados, no nos debe sorprender que en un mundo nuevo hayan surgido nuevos fenómenos que son actualmente más grandes y más fuertes. En mi opinión, esto es cierto: desde 1844, Lombard Street ha cambiado tanto, que no podemos juzgarla sin describir y analizar un mundo adulto que por aquel entonces era pequeño y débil. Sobre este aspecto, quiero decir lo menos posible de la Ley de 1844 y aislarme e insistir exclusivamente, tanto como pueda, en organismos posteriores a la Ley de Peel, a fin de que no se aburran aquellos que han oído suficientemente del tema (y que son muchos) y que puedan contemplarse como realmente son las partes nuevas e ignoradas del asunto.

La forma más breve y válida de describir Lombard Street es diciendo que es la mayor combinación de fragilidad y poder económicos que nunca haya visto el mundo. No hay duda respecto al enorme poder. El dinero implica poder económico. Todos somos conscientes de que Inglaterra es el país con más dinero del mundo; todos admitimos que posee mucho más efectivo, que está disponible de una forma más inmediata y rápida que en cualquier otro país. Pero muy pocas personas son conscientes *de lo elevado* que es el saldo disponible —el fondo de préstamo flotante que puede prestarse a cualquiera o para cualquier propósito— en Inglaterra respecto a cualquier otro país del mundo. Unas pocas cifras mostrarán lo grande que es el fondo de préstamo en Londres, y lo grande que es comparado con cualquier otro lugar. Los depósitos conocidos —los depósitos de los bancos que publican sus cuentas— son los siguientes:

	£
Londres (31 de diciembre de 1872)	120.000.000
París (27 de febrero de 1873)	13.000.000
Nueva York (febrero de 1873)	40.000.000
Imperio alemán (31 de enero de 1873)	8.000.000

Y los depósitos desconocidos —los que están en bancos que no publican sus cuentas— son mucho más elevados en Londres que en cualquiera de estas otras ciudades. Los depósitos de los banqueros de Londres son mucho más grandes que los de cualquier otra ciudad —los de Gran Bretaña son mucho más elevados que los de cualquier otro país—.

Desde luego, los depósitos de los banqueros no son una medida estrictamente precisa de los recursos de un mercado monetario. Por el contrario, existe mucho más efectivo fuera de los bancos en Francia y Alemania, y en todos los países no bancarios, que el que podría encontrarse en Inglaterra o en Escocia, donde la banca está desarrollada. Pero ese efectivo no es, por así decirlo, «dinero del mercado monetario»: no es alcanzable. Nada excepto sus enormes desgracias, nada salvo un enorme préstamo sobre sus propios títulos, podría haber arrancado los atesoramientos de Francia de la custodia de los franceses. No podría haberles tentado la oferta de ningún otro título, porque no tenían confianza en otros títulos. El dinero acumulado no servía para ningún otro propósito, y para ello no hacía falta haberlo acumulado. Pero el dinero inglés es «susceptible de ser prestado». Los ingleses son más arriesgadas a la hora de ocuparse de su dinero que los de cualquier otra nación del continente, e incluso si no lo fueran, el simple hecho de que su dinero esté depositado en un banco hace que sea mucho más susceptible de ser obtenido. Un millón en manos de un único banquero es un gran poder; él puede prestarlo inmediatamente donde quiera, y los prestatarios pueden acudir a él, porque saben o creen que lo tiene. Pero la misma cuantía repartida en decenas o en cincuentenas a lo largo de toda la nación, no supone ningún poder: nadie sabe dónde encontrarlo o a quién pedirlo. La concentración del dinero en bancos, si bien no la única, es la principal causa que ha hecho que el mercado de dinero inglés sea tan extremadamente rico, mucho más que el de otros países.

El efecto se observa constantemente. Nos piden que prestemos, y lo hacemos, enormes sumas, que sería imposible conseguir en otra parte. Se dice en ocasiones que cualquier país extranjero puede pedir prestado en Lombard Street *a un precio*: algunos países pueden pedir prestado mucho más barato que otros; pero se dice que todos pueden obtener algo de dinero si aceptan pagar lo suficiente por él. Quizás esto sea una exageración; pero al limitarse a los gobiernos civilizados, como, desde luego, se quería que fuera, no es una exageración. Hay muy pocos gobiernos civilizados que no podrían pedirnos prestadas considerables sumas de dinero si así lo decidieran y la mayoría parecen cada vez más dispuestos a hacerlo. Incluso si una nación quiere construir un ferroca-

rril —sobre todo una nación pobre— seguramente acudirá a este país —al país de los bancos— para conseguir el dinero. Es cierto que los banqueros ingleses no conceden grandes préstamos a Estados extranjeros. Pero son grandes prestamistas de aquéllos que prestaban. Conceden anticipos sobre los *stocks* extranjeros, y como se dice, con «un margen»; o sea, consiguen el 80 por 100 del dinero y el prestamista nominal obtiene el resto. Y de esta forma se llevan a cabo inmensas obras con ayuda inglesa, sin la cual nunca se habrían podido planear.

Ocurre lo mismo en las empresas nacionales. Hemos perdido completamente la idea de que cualquier actividad que probablemente fuera rentable, y que parezca posible, puede malograrse por falta de dinero; no obstante, ninguna idea fue más familiar para nuestros antepasados, ni es actualmente más habitual en la mayoría de los países. Un ciudadano de Londres en la época de la reina Isabel no podría haberse imaginado nuestra forma de pensar. Habría pensado que no era útil inventar ferrocarriles (si hubiera podido comprender lo que es un ferrocarril), porque no habría sido capaz de recaudar el capital necesario para fabricarlos. En la actualidad, en las colonias y en todos los países atrasados, no hay grandes sumas de dinero transferible; no hay fondos que puedan prestarse, y con los cuales se puedan realizar obras de gran importancia. Considerando el mundo en su conjunto —ya sea ahora o en el pasado— es cierto que en los Estados pobres no hay dinero de sobra para nuevas y grandes empresas y que en la mayoría de los países ricos el dinero está demasiado disperso, y no se separa demasiado de las manos de los propietarios, para que haya a menudo grandes cantidades disponibles para alcanzar nuevos objetivos. Un lugar como Lombard Street, donde en todo momento, excepto en raras ocasiones, siempre se puede obtener dinero a cambio de un título idóneo o sobre unas perspectivas aceptables de una ganancia probable, es un lujo que ningún país ha disfrutado anteriormente de una forma comparable.

Pero aunque estos préstamos ocasionales a las nuevas empresas y a los Estados extranjeros son los ejemplos más obvios del poder de Lombard Street, no son ni mucho menos los más notables ni el uso más importante de ese poder. El comercio inglés se lleva a cabo mediante capital prestado hasta un punto del que pocos extranjeros tienen idea, y que ninguno de nuestros antepasados habría imaginado. En todo distrito han surgido pequeños comerciantes, que «descuentan sus efectos» en gran medida, y con el capital prestado de esta forma, acosan y presionan, si no erradican, al viejo capitalista. El nuevo comerciante tiene obviamente una enorme ventaja en la pugna que supone el comercio. Si un comerciante dispone de 50.000 libras, para ganar un 10 por

100 tiene que conseguir 5.000 libras al año que, por consiguiente, tiene que cargar sobre sus productos; pero si otro tiene sólo 10.000 libras y pide prestado 40.000 libras mediante descuentos (lo que no es un ejemplo excepcional en nuestro comercio moderno), tiene el mismo capital de 50.000 libras para utilizar y puede vender mucho más barato. Si el tipo al que pide prestado es del 5 por 100, tendrá que pagar 2.000 libras al año; y si, como el viejo comerciante, consigue 5.000 libras al año, aún obtendrá, después de pagar su interés, 3.000 libras al año, o el 30 por 100, sobre las 10.000 libras que posee. Como la mayoría de los comerciantes se contentan con mucho menos del 30 por 100, podrá, si lo desea, renunciar a una parte de ese beneficio, reducir el precio de la mercancía y expulsar del mercado al comerciante anticuado, que comercia con su propio capital. En el negocio inglés moderno, debido a la certeza de conseguir préstamos descontando efectos o cualquier otra clase de valores a un tipo de interés moderado, existe siempre una continua recompensa para quien realice actividades comerciales con capital prestado, y un estímulo cada vez menor para realizarlas sólo o principalmente con el propio capital.

Esta estructura cada vez más democrática del comercio inglés es muy impopular en muchos barrios, y no cabe duda de que sus efectos están excesivamente mezclados. Por un lado, impide que perduren durante mucho tiempo las grandes familias de príncipes comerciantes, como las de Venecia y Génova, que heredaban una buena cultura así como una gran riqueza, y quienes, hasta cierto punto, combinaron los gustos de una aristocracia con la perspicacia y el brío de los hombres de negocios. Éstos son expulsados, por así decirlo, por la sucia muchedumbre de hombrecillos. Después de una o dos generaciones se retiran al lujo ocioso. De su inmenso capital sólo pueden obtener pequeños beneficios, que no consideran suficientes para compensarles de las bruscas compañías y de las toscas maneras que encuentran en los negocios. Esta constante tendencia a la igualdad de nuestras casas comerciales es también desfavorable para la moralidad comercial. Grandes empresas, con una reputación adquirida en el pasado, y que desean transmitir al futuro, no pueden ser culpadas de pequeños fraudes. Viven de un comercio *continuado* que se vería perjudicado si se detectara un fraude. Cuando analizamos minuciosamente la causa de la dañada reputación de los bienes ingleses, vemos que es culpa de los nuevos comerciantes con poco dinero propio, que surgen gracias a los «descuentos» bancarios. Estos hombres quieren negocios inmediatos, y producen artículos de inferior calidad para conseguirlos. Se basan en precios baratos y esperan tener éxito.