

REVISIÓN DE LA *HISTORIA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS, 1867-1960*, DE MILTON FRIEDMAN Y ANNA J. SCHWARTZ*

Robert E. Lucas, Jr.

Este ensayo, a propósito de los treinta años de *La historia monetaria de los Estados Unidos*, tiene la virtud de reunir el pensamiento de dos grandes economistas, tal vez los más influyentes, en la disciplina de economía monetaria. Tanto Friedman como Lucas han recibido el Premio Nobel de Economía y han hecho su carrera académica en la Universidad de Chicago.

En su revisión de *La historia monetaria*, Lucas sostiene que las conclusiones positivas y normativas que obtienen Friedman y Schwartz se basan en la aplicación consistente de dos principios: la neutralidad del dinero en el largo plazo y la no neutralidad de éste en el corto plazo. En el aspecto empírico, se concluye que las recesiones tienen su origen en contracciones del dinero. Su principal corolario normativo es, según Lucas, que la autoridad monetaria pudo haber evitado tales contracciones.

La evaluación que Lucas hace de la obra de Friedman y Schwartz en términos de lecciones útiles para la toma de decisiones en el área

ROBERT E. LUCAS, JR. Es John Dewey Distinguished Service Professor de Economía en la Universidad de Chicago. Premio Nobel de Economía, 1995. Después de terminar sus estudios en la Universidad de Chicago, ejerció por un breve período como profesor en la Carnegie-Mellon University. Posteriormente regresó a la Universidad de Chicago, donde ha permanecido hasta ahora.

* Publicado originalmente en el *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34 (1994), pp. 5-16. © 1994 Elsevier Science B.V. La presente traducción al castellano cuenta con la debida autorización.

monetaria es claramente positiva. Argumenta que la ciencia económica no tiene un entendimiento claro de los ciclos económicos como para sugerir una alternativa distinta que un crecimiento estable y constante de la oferta de dinero.

Pero, ¿es ésta la única política de estabilización que se puede concebir? La respuesta a esta interrogante envuelve el desarrollo de un modelo explícito del funcionamiento de la economía. Ello genera, entonces, una segunda óptica para evaluar *La historia monetaria*: ¿es posible construir dicho modelo a partir de los principios enunciados por Friedman y Schwarz o se requiere de principios alternativos? Lucas intenta responder —advirtiendo que la respuesta no es clara— a través de una revisión de los avances en macroeconomía desde la publicación de dicha obra hasta el presente. Esta breve revisión justifica, por sí sola, la lectura de este ensayo.

I

Volver a analizar una contribución a la economía monetaria después de 30 años constituye todo un acontecimiento. La *Teoría general* de Keynes, por cierto, ha sido objeto de reevaluaciones al cumplirse varios aniversarios, y tal vez lo propio ha sucedido con *Dinero, interés y precios*, de Patinkin. No se me ocurren otros ejemplos. La *Historia monetaria de los Estados Unidos*, de Milton Friedman y Anna Schwartz, se ha transformado en un clásico. Es más, se está comenzando a citar fuera de contexto pasajes de esta obra para sustentar opiniones completamente distintas de cualesquiera de las presentadas en el libro, un tributo —si así puede llamárselo— similar al que suele rendírsele a Keynes.

¿Por qué la gente continúa leyendo la *Historia monetaria* y citando trozos de ella? Una de las razones que explican este fenómeno es que el libro contiene una notable serie cronológica sobre la oferta monetaria y sus componentes, que se remonta hasta 1867 y está minuciosamente documentada y adecuadamente presentada. Tan preciado obsequio a nuestra comunidad profesional merece larga vida, y quizás, incluso, la inmortalidad. Sin embargo, a mi juicio resulta claro que la *Historia monetaria* es mucho más que una colección de útiles series cronológicas. El libro cumplió una función importante —tal vez decisiva— en los debates que tuvieron lugar en los años sesenta entre keynesianos y monetaristas sobre la política de estabilización. Organizó cerca de un siglo de datos macroeconómicos, empleando un método que ha influido enormemente en las posteriores investigaciones estadísticas y teóricas. Por último —y esta es quizás su cualidad más desta-

cada—, la *Historia monetaria* cumplió el objetivo fundamental de toda historia narrativa: refirió de manera coherente una serie de hechos importantes, y lo hizo bien.

II

La estructura de la *Historia monetaria* es muy sencilla. Comienza con un breve capítulo a modo de introducción, en el que se manifiesta el propósito de entregar una descripción de “la masa monetaria en los Estados Unidos” y de la “influencia refleja que aquélla ejerció en el curso de los acontecimientos”. A continuación, siguen once capítulos ordenados cronológicamente, cada uno de los cuales está dedicado a un subperíodo del tiempo que abarca el libro (1867-1960). En cada uno de estos capítulos se describe el comportamiento de la oferta monetaria (M2) y de sus factores determinantes más inmediatos. También se detallan en cada uno de ellos las fluctuaciones en los ingresos reales y el nivel general de precios. Estos hechos son expuestos empleando cada vez una similar estructura verbal y gráfica, y luego se analizan en un estilo directo los principales sucesos políticos y económicos que determinaron sus comportamientos. El capítulo 13 concluye con un breve resumen de las generalizaciones empíricas que se desprenden del estudio. (Hubiera sido preferible incluir algunas de esas generalizaciones en el capítulo I y presentarlas como los principios organizadores que sirven de fundamento al texto de la obra.)

Si el lector no lo ha anticipado ya, en esta recapitulación puede enterarse de que, para Friedman y Schwartz, la historia de la masa monetaria en los Estados Unidos y su efecto en otras variables corresponde a una completa historia macroeconómica de EE.UU. a lo largo de estas nueve décadas. Se explican todas las grandes depresiones y fluctuaciones importantes en los precios y tasas de interés; asimismo, se revisan todas las decisiones que los autores consideran importantes en materia de políticas, y en los casos en que se estima que las políticas han sido deficientes se proponen alternativas y se evalúan sus probables consecuencias. En lugar de presentársenos un período de 90 años durante el cual se vivieron, en efecto, muchas depresiones y episodios de deflación e inflación, se nos entrega una visión de la manera en que esta porción de nuestra historia podría haber evolucionado, con precios estables y un crecimiento estable (*smooth*) del producto real, y de las políticas —claramente enmarcadas dentro de los límites de las facultades otorgadas a la autoridad monetaria por la Ley de Reserva Federal de 1914— que hubieran permitido obtener este resultado.

En la *Historia monetaria*, esa visión se estructura mediante la aplicación sistemática de dos sencillos principios a hechos históricos específicos. El primero de ellos es la hipótesis de la neutralidad monetaria a largo plazo. En la descripción que hacen Friedman y Schwartz se da a entender que existe una trayectoria para el producto real, gobernada por fuerzas que no son analizadas en el libro, y que tiene la propiedad de que ni su nivel ni su tasa de crecimiento son afectados por las políticas monetarias. Esta trayectoria secular es estable: tras algunos desplazamientos, la economía vuelve a adoptar su curso habitual. La segunda hipótesis central se refiere a la no neutralidad a corto plazo del dinero. Las fluctuaciones en M2 inducen fluctuaciones en el gasto, y éstas, a su vez, frente a las rigideces del precio nominal, inducen fluctuaciones en el producto real. Nuevamente, no se realiza ningún esfuerzo por dilucidar o explicar la naturaleza de estas rigideces de los precios, salvo afirmar que son transitorias (y por tanto compatibles con la neutralidad a largo plazo). Poco se dice sobre los detalles de la respuesta de la economía a los cambios monetarios, fuera de la reiterada insistencia en que la contracción y la relajación de políticas monetarias no pueden determinarse mediante el análisis de las tasas de interés. La conexión empírica que podemos observar se establece directamente entre M2 y el gasto nominal y real, y ni las tasas de interés ni la composición de los gastos cumplen en ella una función importante.

La totalidad del análisis de las variables agregadas que se presenta en el libro, tanto el análisis positivo como normativo, es una consecuencia directa y simple de estos dos principios. En cuanto al análisis empírico o positivo, toda depresión es explicada, en la medida de lo posible, en función de contracciones en el dinero, presentes y pasadas. Por cierto que otras fuentes de inestabilidad a corto plazo también se encuentran activas y, en efecto, muchas de esas posibilidades son analizadas con cierto detalle, pero los *shocks* monetarios son el hilo medular de la historia, y la conclusión explícita es que dichos *shocks* cumplen un papel fundamental en todas las grandes fluctuaciones.

Al llegar a esta conclusión, no se afirma que las fluctuaciones en M2 sean exógenas (un término que nunca se usa en el libro), aunque en algunos casos puntuales se sostiene que ciertos movimientos específicos de M2 no pueden ser considerados como respuestas frente a sucesos reales. Por el contrario, una parte importante del libro está dedicada a examinar la manera en que las fuerzas gubernamentales y privadas interactúan para determinar la oferta monetaria general. Unas pocas contracciones son atribuidas directamente a decisiones adoptadas por la autoridad monetaria. Otras son atribuidas a situaciones de pánico bancario y a fugas de divisas. La única

afirmación consistente es que en todos los casos la autoridad monetaria *pudo* haber prevenido la contracción, ya fuera evitando cometer su propio error o bien adoptando medidas oportunas para contrarrestar los problemas observados en el sistema bancario privado, y que con esa acción se habría impedido o mitigado en gran parte la depresión que este fenómeno trae aparejada.

Dada esta descripción de situaciones de depresión observadas, el análisis normativo es claro: la autoridad monetaria siempre ha sido capaz de eliminar la inestabilidad de M2, y debería haberlo hecho. En cada caso, Friedman y Schwartz proporcionan una detallada descripción operacional de cómo y cuándo se podrían haber adoptado medidas para lograr ese resultado. Ellos no examinan la posibilidad de que la variabilidad monetaria cumpla una función constructiva en compensar las fuentes no monetarias de inestabilidad real. Tampoco dicen si lo anterior se debe a que esas políticas activas de estabilización provocan, a su juicio, una disminución del bienestar, o si carecemos de los conocimientos necesarios para aplicar dichas políticas, o si consideran, sencillamente, que este tema se encuentra fuera del ámbito del estudio.

III

Cuando nos preguntamos si seguiríamos los consejos normativos del libro en caso de que ejerciéramos un cargo de autoridad monetaria, llegamos a un nivel en el que podríamos intentar evaluar la *Historia monetaria* —y este es un nivel en el que el libro invita claramente a proporcionar una respuesta—. En este nivel, a mi juicio, el argumento expuesto en la *Historia monetaria* es absolutamente convincente. Pienso que Friedman y Schwartz hacen bien al considerar que la principal responsabilidad de la actual política monetaria consiste en evitar los desastres económicos realmente importantes ocurridos en el pasado. Me parece que el diagnóstico que ellos hacen de la depresión ocurrida entre 1929 y 1933 es persuasivo y que, en efecto, no ha podido ser refutado por otros serios diagnósticos alternativos; y me sigue causando una profunda impresión el hecho de que hayan logrado explicar los críticos sucesos de esos cuatro años aplicando los mismos principios que emplean al analizar contracciones de menor importancia. No creo que nuestro grado de comprensión de la dinámica del ciclo económico sea adecuado para dirigir una política monetaria más sutil que la de suavizar la oferta monetaria (y hacer caso omiso de los movimientos de las tasas de interés), lo que según Friedman y Schwartz habría permitido evitar los desastres del

pasado. Si alguna vez tuviera que ir a Washington por un motivo que no fuera observar los cerezos en flor, incluiría en el equipaje mi ejemplar de la *Historia monetaria* y dejaría el resto de mi biblioteca —bueno, la mayor parte de ella— en casa.

Estas son mis opiniones respecto de la *Historia monetaria* en su carácter de manual sobre el uso de la historia monetaria de los Estados Unidos como guía para la formulación de políticas macroeconómicas. Se trata, desde luego, de juicios con los cuales pueden estar en desacuerdo economistas razonables y competentes; estos no son problemas que puedan ser resueltos mediante teoremas o verificaciones de hipótesis. Aun así, para persuadirme a cambiar de parecer, un competidor de Friedman y Schwartz tendría que aplicar sus principios predilectos a la historia monetaria estadounidense —incluyendo, por cierto, los años treinta— y demostrar que ellos entregan un análisis igualmente coherente de los hechos pasados y directrices igualmente prácticas para la formulación de políticas que permitan mejorar los resultados obtenidos anteriormente. Esta es una exigencia muy difícil.

Aun cuando en la *Historia monetaria* abundan las cifras, hay una serie de interrogantes de tipo cuantitativo que su enfoque carente de modelo no permite responder. Respecto de la “Gran Contracción”, por ejemplo, Friedman y Schwartz concluyen lo siguiente:

La prevención o la moderación de la disminución de la masa monetaria, sin considerar la sustitución de la expansión monetaria, habría permitido morigerar la intensidad de la contracción y, casi con seguridad, su duración. La contracción habría sido, de todos modos, relativamente seria. Sin embargo, resulta difícil pensar que el ingreso monetario pudiera haber descendido en más de la mitad y los precios en más de un tercio durante cuatro años, si no hubiera habido ninguna disminución en la masa monetaria.

Este no es un resumen verbal de tablas que describen los resultados de una simulación numérica: esta *es* la simulación. En verdad, Friedman y Schwartz merecen ser alabados, y no criticados, por la prudencia intelectual que caracteriza a este pasaje y a todo el resto del libro. Por otra parte, esas conclusiones dejan, obviamente, un amplio margen para discrepancias respecto de si la política del crecimiento estable (*smooth*) del dinero es suficiente para combatir la depresión.

Al leer el análisis de Friedman y Schwartz uno podría llegar al convencimiento de que las autoridades monetarias estadounidenses tenían claramente la capacidad de evitar las contracciones en la oferta monetaria, y

que de haberlo hecho así, las depresiones hubieran sido mucho menos graves. Ahora bien, ¿en qué grado se hubiese mitigado la caída del producto real hasta 1933 si se hubiera puesto en práctica esa política monetaria? En general, ¿cuál hubiera sido la variación en el crecimiento del producto real durante el período de 90 años en estudio si el dinero hubiese crecido en forma estable (*smooth*)? ¿Cuál hubiera sido la variación en el crecimiento del producto real a lo largo de este período si los recursos se hubiesen asignado en forma eficiente ante los inevitables *shocks* reales de diversos tipos? Para concluir que una política monetaria uniforme (*smooth*) nos basta como medida de estabilización, necesitamos conocer las respuestas a interrogantes de tipo cuantitativo como éstas.

Existe, por tanto, un segundo nivel en el que puede evaluarse la contribución de la *Historia monetaria*. Aun cuando el libro no ofrece un modelo explícito de la economía, su descripción narrativa se apoya en la rigurosa aplicación de algunos sencillos principios económicos. ¿Sirven éstos como punto de partida o como guía para el desarrollo de un modelo que podría responder a preguntas como las que formulé en el párrafo anterior? ¿O resulta más auspicioso comenzar desde el principio sobre alguna otra base? (Cualquiera sea la respuesta a esta pregunta, obviamente concordará con la opinión de que la familiaridad con la *Historia monetaria* podría ser de gran utilidad en Washington.) Nada en la *Historia monetaria* sugiere que Friedman y Schwartz tuvieran algún interés en utilizar modelos macroeconómicos explícitos; sin embargo, no cabe duda alguna que ellos consideraban que su trabajo proporcionaba un fundamento científico sobre el cual se podrían basar los economistas en el futuro (tal como ellos mismos lo hicieron en Friedman y Schwartz [1982]). El grado de éxito que alcanzaron en este cometido ha sido desde el principio objeto de controversia.

IV

Cuando se publicó la *Historia monetaria*, muchos macroeconomistas creyeron que las simulaciones de modelos macroeconómicos keynesianos podían proporcionar respuestas precisas y cuantitativas a interrogantes sobre los efectos de políticas alternativas de estabilización, o que ello sería pronto posible gracias al uso de versiones mejoradas de esos modelos. En todos los modelos se incluían rigideces de precios de uno u otro tipo, de modo que eran consecuentes con la falta de neutralidad a corto plazo del dinero, que constituye el meollo del estudio de Friedman y Schwartz. Sin embargo, en estos modelos (o, como hubieran dicho los autores de los

modelos, en los datos) no se asignó ninguna importancia especial a los *shocks* monetarios. Así, las simulaciones realizadas por Adelman y Adelman (1959) del modelo anterior de Klein-Goldberg (1955) demostraron que casi todas las fluctuaciones del ingreso en ese modelo eran atribuibles a *shocks* que afectaban a diversos componentes del gasto privado o, como diríamos hoy día, a *shocks* tecnológicos y de preferencias. No me cabe la menor duda de que esta característica siguió apareciendo en todos los modelos keynesianos posteriores.

En la tradición keynesiana existía, por consiguiente, la presunción de que una economía podía precipitarse hacia la depresión debido a razones de todo orden. No se hacía hincapié en la identificación de un factor causal único en las depresiones y, en todo caso, había pocas esperanzas de atenuar el impacto de los cambios en factores tales como “confianza del consumidor” en su base. Desde este punto de vista, la reacción estabilizadora apropiada no dependía esencialmente de la naturaleza exacta de la perturbación que desata un *shock* en particular: tanto las operaciones masivas de mercado abierto habrían sido útiles en 1930, como también lo habría sido un programa de obras públicas en gran escala.

Cuando la *Historia monetaria* fue publicada, en 1963, no dio lugar a un debate fructífero en torno a los méritos relativos de estos enfoques diferentes de políticas de estabilización. Friedman y Schwartz simplemente hicieron caso omiso de los desarrollos econométricos contemporáneos (aunque la referencia en la página 102 a “la falta de una teoría comprobada de los movimientos cíclicos” la interpreto como una crítica indirecta), y en general consideraron lo que denominaban “la revolución keynesiana en el pensamiento económico a nivel académico” (p. 626) como un suceso de poca importancia, responsable principalmente de que por un breve período se haya prestado atención a la política monetaria. Los arquitectos de modelos keynesianos devolvieron el cumplido y desestimaron la *Historia monetaria*. (La lúcida reseña escrita por James Tobin [1965] constituye una excepción, pero él acogió la *Historia monetaria* en sus propios términos, y evitó comparar el enfoque de Friedman y Schwartz con el de los arquitectos de modelos contemporáneos. Por ejemplo, su disconformidad con la manera en que Friedman y Schwartz tratan el tema de la elasticidad de la demanda de dinero a la tasa de interés era compartida por monetaristas como Allan Meltzer y Karl Brunner, y no planteó cuestiones más generales relativas al método que, en ese entonces, dividía a keynesianos y monetaristas.) Casi en la misma época, por supuesto, Friedman y Meiselman (1963) expresaron su escepticismo respecto de modelos basados en *shocks* de “gasto autónomo”. Posteriormente, Friedman (1968) puso de relieve la incompatibilidad de

estos modelos con la neutralidad monetaria a largo plazo, y explicó por qué, a su juicio, la neutralidad debe obtenerse en todo modelo razonable de equilibrio general del comportamiento de la economía a largo plazo. Estos ataques directos exigían (y obtuvieron) una respuesta de la oposición, pero a la *Historia monetaria* le bastan sus propios méritos y deja a otros la tarea de establecer comparaciones con enfoques alternativos.

Como todos saben, los modelos macroeconómicos keynesianos vivieron una etapa difícil en los años setenta, cuando la inflación dejó al descubierto las deficiencias en su manera de abordar la neutralidad monetaria. Esta línea de investigación ha alterado permanentemente nuestra estimación de los logros a que puede aspirar la macroeconomía, pero los modelos mismos nos parecen ahora irremediabilmente toscos y obsoletos. Como advierte Fair (1992), los nekeynesianos modernos rehuyen abiertamente la influencia de la tradición econométrica keynesiana y los problemas cuantitativos en general, y se conforman con modelos cualitativos en pequeña escala que ilustran diversas posibilidades lógicas. El enfoque narrativo adoptado por Friedman y Schwartz ha demostrado ser más duradero: en una recopilación en dos volúmenes de trabajos recientes, titulada *New Keynesian Economics* (Mankiw y Romer [1991]), el nombre de Keynes no aparece en un índice que contiene... ¡17 referencias a Friedman!

V

En los años setenta se desarrollaron explícitamente varios modelos para armonizar los dos principios de neutralidad en que se habían basado Friedman y Schwartz, y para captar la importancia capital que Friedman y Schwartz le habían asignado a la inestabilidad monetaria. Todos estos modelos adoptaron alguna forma de rigidez del precio nominal con el fin de alcanzar la no neutralidad monetaria en el corto plazo, pero lo hicieron de tal manera que, utilizando el principio de las expectativas racionales, se mantenía la neutralidad en el largo plazo. En términos generales, todos estos modelos coincidían con la descripción que Friedman y Schwartz hicieron de las depresiones ocurridas durante el período que ellos estudiaron. Además, debido a que incluían la neutralidad a largo plazo, todos ellos concordaban en el quiebre de la relación empírica entre inflación y desempleo que ocurrió en el período inflacionario de los años setenta. De este modo, parecía que los principios en que se basaba el análisis en la *Historia monetaria* podrían servir de fundamento para modelos econométricos que eran tan explícitos como las alternativas keynesianas y, además, empíricamente superiores.

Aunque la totalidad de estos modelos de expectativas racionales concuerdan con los principios de neutralidad de Friedman y Schwartz y con los *shocks* monetarios como factor central en los ciclos económicos, no todos ellos llevan implícita la sugerencia normativa de que la mejor política monetaria consiste en un crecimiento perfectamente estable (*smooth*). Esta conclusión depende fundamentalmente de los detalles de la manera en que se modelan las rigideces de precios. En el modelo ilustrativo de Lucas (1972), todos los intercambios ocurren en mercados competitivos y la *única* fuente de rigidez en los precios es la limitada información de que disponen los oferentes de bienes. En este contexto, una política monetaria estable (*smooth*) se traduce en una eficiente asignación de recursos, incluso frente a *shocks* no monetarios. Por otra parte, en modelos como los de Fischer (1977), Phelps y Taylor (1977), Taylor (1979) y Mankiw (1985), en los que la rigidez de precios se atribuye a contratos fijados en términos nominales o a costosas fijaciones de precios por parte de las firmas, no es posible suponer que el sólo hecho de eliminar la variabilidad monetaria dará como resultado un sistema capaz de responder eficazmente frente a otros *shocks*. A pesar de que ahora resulta claro que es posible compatibilizar los dos principios de neutralidad empleados por Friedman y Schwartz, el problema relativo a la conducción apropiada de la política monetaria sigue sin resolverse. No veo cómo podrá solucionarse si no se cuenta con teorías sobre la rigidez de precios que sean superiores a las actualmente disponibles.

El nuevo elemento introducido en estos modelos de expectativas racionales fue la distinción entre cambios previstos en el dinero, que según las predicciones serían neutrales, y cambios imprevistos que según las predicciones tendrían efectos reales. Por cierto, la expectativa condicional específica que será identificada como “prevista” variará según la naturaleza de la supuesta rigidez de precios. Esta distinción no aporta mayores antecedentes a la descripción de Friedman y Schwartz del período de la historia económica estadounidense comprendido entre 1867 y 1960, en el que toda contracción monetaria importante puede ser razonablemente considerada como imprevista; sin embargo, su capacidad para interpretar hechos históricos fue demostrada de manera sorprendente en los estudios de Sargent (1986) acerca de las deflaciones que terminaron con las hiperinflaciones europeas y la moderada inflación francesa en los años veinte. Una asociación de carácter incondicional entre contracciones monetarias (en cuanto reducciones en la tasa de crecimiento del dinero) y actividad real nos llevaría a suponer que estas deflaciones han estado asociadas a grandes depresiones. El análisis realizado por Sargent sobre el contexto político en el que ocurrieron estas contracciones demuestra que podemos considerarlas como previstas, aun cuando sean

repentinas y drásticas, y por tanto, podemos conciliar su magnitud con la modestia de los efectos reales que ellas indujeron.

En “Money, Income and Causality” (1972), Sims adoptó un criterio muy distinto para abordar el estudio de las influencias monetarias en la actividad real, el que está también claramente en deuda con Friedman y Schwartz. En lugar de intentar construir un modelo *económico* consecuente con los principios aplicados en la *Historia monetaria*, Sims creó una definición puramente estadística de *causa*, relacionada con Granger (1969), en términos de efectos de variables rezagadas sobre variables presentes. Los métodos de Sims permiten comprobar la hipótesis de que las fluctuaciones monetarias causan (según su propia definición de causalidad) fluctuaciones en la producción real, estimaciones de un tipo de multiplicador dinámico del dinero y estimaciones de la fracción de variación del producto, por frecuencia, que pueden explicarse por la inestabilidad monetaria. Asimismo, Sims sostiene en forma convincente que las consideraciones de rezago y efecto cumplen una función muy similar, aunque no formalizada de la misma manera, en el análisis que hacen Friedman y Schwartz de lo que ellos denominan la “independencia” de los cambios monetarios.

En una época más reciente, Romer y Romer (1989) se han basado, en forma similar, en el análisis de Friedman y Schwartz acerca de la independencia de los cambios monetarios, abogando en favor del uso de datos históricos para demostrar que determinadas fluctuaciones monetarias —“experimentos naturales”— no ocurrieron como reacción frente a sucesos reales. Si bien ellos atribuyen este método a Friedman y Schwartz, no creen que Friedman y Schwartz hayan logrado aplicarlo con éxito y, además, afirman también de manera concluyente que sus orígenes pueden encontrarse en la *Historia monetaria*. Para Romer y Romer, el carácter exógeno es la propiedad de un acontecimiento dado, mientras que para Sims es la propiedad de una distribución: ambos enfoques no son equivalentes. El análisis de Friedman y Schwartz sobre la independencia es lo suficientemente poco claro como para justificar ambas interpretaciones. Igualmente defendible es una tercera interpretación, que es la que yo prefiero, que sostiene que la independencia, según Friedman y Schwartz usan el término, no tiene nada que ver con la exogeneidad estadística, sino que más bien se refiere a que cualesquiera hayan sido las fuentes de contracciones monetarias, en promedio o en casos particulares, las autoridades monetarias *podrían* haber mantenido el crecimiento de M2 si hubieran optado por hacerlo. Es esta la concepción de independencia que, a mi juicio, Friedman y Schwartz defienden de manera concluyente al analizar en detalle un episodio tras otro.

No creo que exista posibilidad alguna de obtener respuestas a interrogantes normativas sobre política económica si se emplean medios no teóricos y puramente estadísticos. Con todo, sin duda vale la pena perseverar en el intento de estimar la fracción de variabilidad real (durante un período determinado) que puede ser atribuida a la inestabilidad monetaria por métodos no teóricos (Sims) o métodos similares en los que el elemento teórico es muy reducido (por ejemplo, Shapiro y Watson [1988]); el éxito de estos esfuerzos sería obviamente de enorme utilidad para elaborar futuras teorías. Por cierto, los admiradores de Friedman y Schwartz no desean verse envueltos en discusiones acerca de si la teoría o los hechos tienen prioridad.

VI

Si la década del setenta fue una época en que prosperó la influencia de la *Historia monetaria*, los años ochenta deben ser vistos al menos como un período de leve recesión. Al crear Kydland y Prescott (1982) un modelo real de crecimiento estocástico que es lo suficientemente operacional para resistir una comparación con la serie cronológica de los Estados Unidos durante la posguerra, el papel de los *shocks* monetarios pasó a un segundo plano en los debates dentro de la profesión. La idea de que “el dinero no tiene importancia”, atribuida (pienso que injustamente) por Friedman y Schwartz a los keynesianos, es suscrita en la actualidad incluso por muchos ex monetaristas. Como resultado de lo anterior, durante la última década no se ha observado un progreso realmente ostensible en nuestra comprensión de la conveniencia de distintos tipos de políticas monetarias. Kydland y Prescott demostraron —y gran parte de las investigaciones posteriores lo han confirmado— que al identificar la varianza de los *shocks* productivos con la varianza del residuo de Solow (1957), estos *shocks* pueden inducir una variabilidad de la producción de una magnitud aproximadamente similar a la observada en los Estados Unidos durante el período de posguerra, como también un comportamiento realista de otras variables.

Considerados como una teoría positiva, los modelos del ciclo económico real no ofrecen una alternativa seria para la descripción que Friedman y Schwartz hacen de la situación monetaria de comienzos de los años treinta. Los residuales de Solow (1957) para el período comprendido entre 1928 a 1933 fueron: ¡0,020; —0,043; 0,024; 0,023; 0,011; 0,072! No existe ningún modelo del ciclo económico real capaz de graficar estos *shocks* y obtener una situación similar a la disminución del 40% en el producto real y en el empleo que ocurrió entre 1929 y 1933 (y, a decir verdad, tampoco

nadie sostiene que exista alguno). Incluso si existiera, imaginémosnos tratando de reescribir el capítulo de la *Historia monetaria* dedicado a la “Gran Contracción”, de tal manera que los *shocks* de este tipo cumplan la función que Friedman y Schwartz les asignaron a las contracciones monetarias. ¿Qué sucesos tecnológicos o psicológicos podrían haber inducido tal comportamiento dentro de una economía diversificada y de gran escala? ¿Cómo podrían esos acontecimientos haber pasado inadvertidos en ese entonces, y permanecer invisibles incluso en los análisis retrospectivos? Sin duda, no es casualidad el que nadie haya intentado aplicar la teoría del ciclo económico real al período de 90 años estudiado por Friedman y Schwartz.

En el modelo original de Kydland y Prescott, al igual que en muchos de sus descendientes —aunque no en todos—, la asignación de equilibrios coincide con la asignación óptima: las fluctuaciones generadas por el modelo representan una respuesta eficaz ante *shocks* inevitables que afectan la productividad. Así, uno podría pensar en el modelo no como una teoría positiva que resulta apropiada en todos los períodos históricos, sino como un punto de referencia normativo que proporciona una aproximación adecuada a los sucesos cuando la política monetaria es manejada acertadamente, y una aproximación inadecuada cuando no es manejada en la forma debida. Considerado de esta manera, el éxito relativo de esta teoría en la tarea de describir la experiencia de posguerra puede ser interpretado como demostración de que la política monetaria de posguerra ha redundado en un comportamiento cercano a la eficiencia, y no como muestra de que el dinero no tiene importancia.

De hecho, la rigurosidad de la teoría del ciclo económico real ha hecho que hoy sea más difícil, que lo que era hace tres décadas, defender alternativas reales para una descripción de la situación monetaria de los años treinta. Por ejemplo, para calcular los posibles efectos del arancel Smooth-Hawley de 1930 en un modelo del ciclo económico real convenientemente adaptado, se requeriría efectuar un ejercicio tan largo como un ensayo. Hasta ahora, esos modelos nos han permitido acumular suficiente experiencia cuantitativa como para estar seguros de que los efectos globales de esa política (en una economía con un sector de comercio exterior equi-valente al 5% antes de la promulgación de la Ley y tal vez de un punto porcentual menos después de promulgada) serían insignificantes.

Independientemente de cuál sea nuestro juicio acerca de la capacidad potencial de la teoría del ciclo económico real como economía positiva, ella ha permitido trasladar los análisis normativos en el ámbito macroeconómico a un nuevo nivel, donde es posible evaluar la eficiencia de trayectorias cronológicas fluctuantes de variables reales con el mismo criterio que habitualmente

aplicamos al análisis del bienestar en otras áreas de la economía. Una vez que *planteamos* la cuestión de la eficiencia de la manera en que lo hicieron Kydland y Prescott, resulta evidente que la perfecta estabilización (*smoothing*) del producto real no es un objetivo razonable de la política, y que los intentos por alcanzarla involucrarían enormes costos sociales. (En realidad, al efectuar un análisis retrospectivo uno se pregunta por qué esta interrogante no fue planteada en el contexto de los antiguos modelos keynesianos, en los que las fluctuaciones son impulsadas en gran medida por *shocks* que afectan el gasto privado.) Más allá de esta observación cualitativa, las fluctuaciones en la producción que son *cuantitativamente* eficientes, al parecer, son de un orden de magnitud similar al de las fluctuaciones observadas en el período de posguerra.

Por supuesto, durante la última década han continuado las investigaciones sobre la función cíclica del dinero. Los modelos en la reciente monografía de Taylor (1993) captan los efectos de las fuerzas monetarias de una manera operacional y cuantitativa. Pese a que los análisis de McCallum (1988, 1990) acerca de las reglas de control automático no se fundan en ningún modelo económico específico, ellos se apoyan en una compleja interpretación de lo que es útil en las recientes investigaciones teóricas. Los modelos al estilo de Kydland y Prescott están siendo adaptados actualmente para el estudio de las influencias monetarias no neutrales, aunque todavía estamos lejos de tener una idea clara sobre cuál es el mejor método para hacerlo, y sobre el grado en que esas modificaciones permitirán mejorar los resultados empíricos. La recompensa que entraña el éxito en esta empresa es muy alta, ya que dichos modelos admiten comparaciones normativas útiles de reglas alternativas de política monetaria de una manera distinta a los modelos anteriores. Las probabilidades de éxito dependen, a mi juicio, de nuestra disposición para abandonar el plácido y familiar mundo de las series cronológicas trimestrales de posguerra y poner a prueba nuestras ideas comparándolas con los sucesos del período interbélico.

VII

La *Historia monetaria de los Estados Unidos* constituye un logro notable y duradero de rigor intelectual histórico y económico. Friedman y Schwartz utilizaron unos pocos principios económicos básicos para organizar nueve décadas de una historia económica enormemente variada, para finalmente obtener un cuadro coherente en que los principales sucesos acaban por ser comprendidos como efectos de causas identificables. Es un

cuadro que coincide con nuestra presunción de que la depresión de los años treinta fue un hecho que no debió haber ocurrido, un desastre evitable. La función del sistema de la Reserva Federal, la institución que fue creada para prevenir tales desastres y que contaba con amplios poderes para hacerlo, es descrita en forma suficientemente detallada como para que podamos apreciar de qué manera las disposiciones que otorgan amplias facultades discrecionales a administradores bien intencionados, ignorantes en materia de economía y de historia económica, y cuya sofisticación en el mundo empresarial les infunde seguridad, pueden derivar en un desastre.

Esta revisión con motivo del trigésimo aniversario, se ha concentrado en las investigaciones posteriores, que en mi opinión ofrecen la posibilidad de afinar el cuadro proporcionado por la *Historia monetaria* al punto de que algunas interrogantes que fueron ignoradas o que sólo fueron respondidas en forma cualitativa por Friedman y Schwartz, podrían ser respondidas ahora cuantitativamente con cierto grado de fiabilidad. Este enfoque me ha llevado a adentrarme en el análisis de lo que Tobin (1965) llamó “las disputas de tono menor entre teóricos monetarios”. Para eso me pagan; pero, al igual que Tobin, me alivia coincidir con Friedman y Schwartz en que ya tenemos —y teníamos en 1963— los conocimientos suficientes para evitar los crasos errores de política cometidos durante el período de posguerra. Cualquiera sea la influencia de la *Historia monetaria de los Estados Unidos* en las futuras investigaciones, esta obra permanecerá como una exposición clásica de esas importantes lecciones de nuestro pasado.

Referencias bibliográficas

- Adelman, Irma y Adelman, Frank L. (1959). “The Dynamic Properties of the Klein-Goldberger Model”. *Econometrica*, 27, pp. 595-625.
- Fair, Ray C. (1992). “The Cowles Commission Approach, Real Business Cycle Theories, and New Keynesian Economics”. National Bureau of Economics Research, documento de trabajo.
- Fischer, Santley (1977). “Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule”. *Journal of Political Economy*, 85, pp. 191-206.
- Friedman, Milton (1968). “The Role of Monetary Policy”. *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- _____ y Meiselman, David (1963). “The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958”. Commission on Money and Credit (ed.), *Stabilization policies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- _____ y Schwartz, Anna J. (1982). *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*. Chicago, IL: University of Chicago Press for the National Bureau of Economics Research.

- Granger, Clive W.J. (1969). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". *Econometrica*, 37, pp. 424-438.
- Klein, Lawrence A. y Goldberger, Arthur S. (1955). "An Econometric Model of the United States. North-Holland, Amsterdam.
- Kydland, Finn E. y Prescott, Edward C. (1982). "Time to Build and Aggregate Fluctuations". *Econometrica*, 50, pp. 1345-1370.
- Lucas, Robert E. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4, pp. 103-124.
- Mankiw, N. Gregory (1985). "Small Menu Costs and Large Business Cycles". *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 529-537.
- y Romer, David, eds. (1991). *New Keynesian Economics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- McCallum, Bennett T. (1988). "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, pp. 173-203.
- (1990). "Could a Monetary Base Rule Have Prevented the Great Depression?". *Journal of Monetary Economics*, 26, pp. 3-26.
- Phelps, Edmund S. y Taylor, John B. "Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations". *Journal of Political Economy*, 85, pp. 163-189.
- Romer, Christina D. y Romer, David H. (1989). "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwarz". Olivier Jean Blanchard y Stanley Fischer (eds.), *NBER macroeconomics annual 1989*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Sargent, Thomas J. (1986). *Rational Expectations and Inflation*. Nueva York: Harper and Row.
- Shapiro, Matthew D. y Watson, Mark W. (1988). "Sources of Business Cycle Fluctuations". Stanley Fischer (ed.), *NBER macroeconomics annual 1988*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Sims, Christopher A. (1972). "Money, Income, and Causality". *American Economic Review*, 62, pp. 540-552.
- Solow, Robert M. (1957). "Technical Change and the Aggregate Production Function". *Review of Economics and Statistics*, 39, pp. 312-320.
- Taylor, John B. (1979). "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations". *Econometrica*, 47, pp. 1267-1286.
- (1993) *Macroeconomic Policy in a World Economy*. Nueva York: Norton.
- Tobin, James (1965). "The Monetary Interpretation of History: A Review Article". *American Economic Review*, 55, pp. 462-485. □