

# MILTON FRIEDMAN: HISTORIA Y TEORÍA MONETARIA

**Manuel Jesús González\***

*Historia monetaria de los Estados Unidos 1867-1960* es el título de un trabajo realizado por Milton Friedman conjuntamente con Anna J. Schwartz que fue publicado en 1963, aunque la mayoría de sus conclusiones habían sido presentadas en estudios anteriores. La *Historia monetaria* fue la obra central de una trilogía que incluye otras dos no menos importantes: *Tendencias monetarias en EEUU y en el Reino Unido*, aparecida en 1982, y la recopilación de datos estadísticos titulada *Estadísticas monetarias de EEUU: estimaciones, fuentes y métodos*, publicado en

\* Manuel Jesús González es catedrático de Economía de la Universidad Complutense de Madrid y miembro de la Real Academia de la Historia. El texto reproduce la intervención del autor en las Jornadas FAES-CEU “En Memoria de Milton Friedman”. Madrid, 12 y 13 de marzo de 2007.

1970. Las tres constituyen piezas de un proyecto de investigación de gran envergadura, seguramente el más notable de su tiempo sobre este tema. La investigación recogía muchas de sus ideas sobre la importancia y el papel del dinero en la economía. Luego, el mismo Friedman habría de volver sobre el tema, junto con David Meiselman, para someter a prueba las explicaciones monetaristas enfrentándolas con el modelo keynesiano. Aunque este trabajo experimental fue publicado en 1963, su gestación también data de algunos años antes.

Milton Friedman hizo aportaciones en muchas áreas de la teoría económica, además de sus primeras contribuciones a la estadística matemática. Pero su gran interés por los temas monetarios viene seguramente de los primeros años del decenio de 1950. Desde entonces, mantuvo un protocolo de investigación que produjo una gran cantidad de trabajos en este campo. Una investigación apoyada no sólo en la reelaboración teórica, sino también en sus pruebas empíricas. Milton Friedman consideraba la economía como un saber científico, una ciencia dura cuyas predicciones deben ser sometidas a la contrastación empírica. Todo ello, adornado con una portentosa erudición, solo equiparable a la de Hayek en su tiempo, o a la de muchos de los grandes pensadores liberales del pasado.

Su enfoque científico, como digo, sostiene que las teorías han de poder resistir la prueba de los hechos. Y la historia es como un laboratorio, un vivero de acontecimientos

apropiado para contrastar las teorías de los economistas. La *Historia monetaria de los EEUU* recopiló y organizó una impresionante cantidad de hechos pasados. Lo hizo con sumo cuidado y brillante imaginación.

**“En un lapso temporal suficientemente largo, las alteraciones monetarias sólo tienen efecto sobre los precios”**

Los resultados que obtuvieron Friedman y Anna J. Schwartz, pueden condensarse en un par de proposiciones sencillas. La primera se refiere a los efectos a largo plazo de las variaciones en la cantidad de dinero de una economía. En un lapso temporal suficientemente largo, las alteraciones monetarias sólo tienen efecto sobre los precios, pero no afectan significativamente a la producción y al empleo. Es decir, las variaciones nominales sólo afectan a las variables nominales, pero no a las variables reales. La segunda conclusión es que, a corto plazo, las alteraciones monetarias influyen sobre la producción y el empleo, aunque estos efectos no son duraderos; además, aun cuando podíamos conocer con cierta seguridad los efectos de equilibrio del crecimiento monetario a largo plazo, a corto plazo el proceso de ajuste es mucho más misterioso y está sometido a la incidencia de fuerzas tales como las expectativas y la confianza del público de las que apenas sabemos nada. En otras palabras: entre las variaciones del dinero y las variables reales como la producción y el paro se interpo-

nen las expectativas, el grado de confianza del público y otros elementos siempre difíciles de cuantificar y, en definitiva, de conocer.

Del radical desconocimiento de la dinámica del ajuste a corto plazo entre variaciones en cantidades nominales de dinero y variaciones de las variables reales surge la humildísima conclusión de que, ante la duda, es mejor abstenerse: no tomar medidas cuyos resultados desconocemos. Es como prescribir un medicamento del que ignoramos sus efectos sobre la salud o la dosis adecuada. Se trata de una simple apelación a nuestra ignorancia para recomendarnos cautela. Por eso, sugirió, como aproximación pragmática, una regla para aumentar la oferta monetaria a un ritmo constante, ligeramente superior al de la producción. Un ritmo lento y prudente. No sé por qué muchos han visto radicalismo en esta postura de Friedman donde, yo al menos, sólo veo auténtica humildad científica. Y en este caso, la regla es lo de menos; lo importante estriba en nuestra ignorancia. Frente al peligro de la inflación, *primun non nocere*. Si se mantiene una tasa de crecimiento monetario, lento, año tras año, se pueden evitar dos tipos de daños: se pueden atemperar las oscilaciones en la producción y en el empleo que llegan a desorientar a los empresarios al hacer sus previsiones o sus planes; otra: se puede evitar que se dispare la inflación porque la autoridad monetaria, haciendo de aprendiz de brujo, trata de controlar el ciclo con herramientas cuyo efecto inmediato desconoce. Dicho en palabras llanas: cuando las autoridades monetarias dicen estar

haciendo ajuste fino, *fine tuning*, no saben muy bien lo que hacen. Siempre habrá ciclos entre nosotros. Lo difícil es predecirlos; tratar de controlarlos es peor: es un lesa pecado de arrogancia dirigista.

## LA TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO

Antes de descender a los detalles, comenzaré por encuadrar a Friedman entre los cuantitativistas monetarios, es decir, entre aquellos que sostienen una teoría cuantitativa de los precios, una teoría que explica las inflaciones por las variaciones en la cantidad de dinero. Se la suele llamar teoría cuantitativa del dinero, pero en verdad es una teoría de los precios, una teoría de cantidad de dinero de los precios. Lo que explica es el comportamiento de los precios y la variable explicativa está en la alteración en la cantidad de dinero por unidad de producto.

Pues bien, la explicación de estirpe monetarista que da cuenta de las alteraciones del valor del dinero tiene cientos de años de existencia. O miles como dice Friedman. Aunque cabe, ciertamente, rastrear precedentes anteriores, incluso muy anteriores, a mí me complace llevar los antecedentes sólo hasta el siglo XVI, cuando los teólogos y moralistas de la llamada Escuela de Salamanca trataban de dar cuenta del envilecimiento del dinero antes que diagnosticar posibles conductas pecaminosas de los comerciantes en sus tratos y contratos. Castilla era entonces una gran potencia mundial y un gran centro financiero; a sus ferias arribaban comerciantes y mercancías procedentes de todo el mundo; en ellas corrían numerosos instru-

mentos de crédito, que tenían funciones monetarias, además de dinero de pleno contenido, y la inflación, como el pecado, campeaba por todas partes. Los doctores, en su empresa de detectar contratos pecaminosos, empezaron con toda lógica por analizar el mercado monetario. Los comerciantes, menesterosos de criterios de moral económica, acudían a los confesores en busca de orientación y del perdón de sus pecados. Los confesores leían manuales escritos por los doctores para orientación de párrocos y feligreses que relataban el funcionamiento de los mercados financieros. Y los doctores daban a la estampa grandes tratados *De iustitia et iure* en los cuales se analizaban, con finísima herramienta lógica, los tratos y contratos de los mercaderes. En estos grandes tratados, y en algunos manuales para uso de confesores, puede espumarse una temprana versión de la teoría cuantitativa de los precios que ilustra la gran agudeza analítica de los doctores.

Friedman no llega tan lejos en su referencia a los antecedentes; varias veces nos remite a lo que él llama la teoría “clásica”, y a la tradición que aún estaba viva en la Universidad de Chicago cuando él y sus alumnos abrían el taller monetario allá por el año 1951. Milton se remonta a David Hume, al explorar las raíces de su hipótesis cuantitativista. Recomienda, por ejemplo, la lectura –agradable y beneficiosa– del ensayo de David Hume titulado “Sobre el dinero”. Pero, a su vez, la presentación de Hume puede leerse como una reelaboración elegante de las ideas de un cercano antecesor suyo, el filósofo John Locke, quien en 1692 se había ocupado del problema de la alteración

del valor del dinero; es decir, de la inflación. Luego vinieron varios intentos explicativos, incluso intentos de formalización; pero ya en los albores del siglo XX la teoría monetaria conoció en EEUU un vigoroso reverdecimiento en el jardín científico del economista Irving Fisher. Un economista polifacético, que alcanzó más renombre en su tiempo por sus campañas antialcohólicas y sus libros sobre los hábitos para mantener una vida saludable que por sus excelentes teorías económicas.

Fisher popularizó una versión conocidísima de la teoría cuantitativa. El dinero por su velocidad de circulación es igual a los precios por el volumen de transacciones por período:  $MV=PT$ . Keynes negó la lectura tradicional que se hacía de la teoría cuantitativa. Propuso, sencillamente, otra lectura. Afirmó que, aunque es cierto que la cantidad de dinero por la velocidad es siempre igual a los precios multiplicados por el volumen de transacciones, la velocidad tenía un comportamiento errático. Podía incluso compensar el aumento de la cantidad de dinero. Ya no podía afirmarse que existe una relación directa entre la cantidad de dinero por un lado y los precios por el otro. Si la velocidad se mueve al pario de muchas circunstancias, la influencia del dinero sobre los precios es más que cuestionable. Si la velocidad se mueve, por ejemplo, compensatoriamente puede contrarrestar la presunta influencia sobre los precios. Esto, naturalmente, restaría protagonismo a la cantidad de dinero como determinante del movimiento de los precios. Lo que es determinante, lo que importa en definitiva para Keynes, no es el dinero sino el comportamiento

de la demanda global, sobre todo el comportamiento de la inversión empresarial. Sostuvo, además, el heroico supuesto de que los precios son extraordinariamente rígidos a corto plazo. Cuando se produce un cambio autónomo en la inversión empresarial, éste se manifestará a corto plazo en cambios en la renta, que se traducen en cambios en la producción y en el empleo. Los precios, perezosos, responderán con un desfase muy grande. Lo que determina el comportamiento de los precios son fundamentalmente los costos, principalmente los salarios.

Naturalmente, con estas hipótesis, la gran depresión no tendría mucho que ver con el dinero sino con la insuficiencia en la demanda de inversión asociada a la falta de oportunidades de inversión rentable. Así pues, la variable responsable de la depresión era la inversión empresarial, cuya caída explicaba el descenso amplificado por el efecto multiplicador de la renta y del empleo.

Nuestros grandes maestros, en España, habían leído a Keynes y, naturalmente, sonreían piadosamente y se burlaban de la tersa lección de teoría monetaria yacente en la ecuación de Fisher. En vez de hacer su Concilio Vaticano II y pedir perdón por haber desviado de la buena senda de pensamiento monetario a tantos jóvenes cerebros, hoy les vemos alborozados a la cabeza de la manifestación. Pero, en fin, ya saben ustedes que por cada pecador arrepentido hay una fiesta en el cielo. Aunque yo, como vengo de las rudas humedades astures, nunca entendí la parábola del hijo pródigo, quien a mi modo de ver era el malo de la



película por abandonar al padre, y no merece la fiesta que se le hace en el Evangelio; quien –también a mi entender– la merece de verdad es el buen hijo que se sacrificó cuidando al padre y sosteniéndole. Pero nadie habla de él.

**“Friedman afirmó que la política fiscal basada en producir grandes déficit es ineficaz para aumentar la renta y el empleo”**

Pues bien, en sentido inverso de la parábola evangélica, es Milton Friedman quien merece la fiesta. Y no tanto keynesiano en viaje de retorno. No desanda el economista de Chicago ningún camino para vestirse con ropajes monetaristas. Señala solamente el lejano comienzo del suyo. Se inscribe en la tradición de Fisher y exalta su delicioso artículo “la danza del dólar”, en el que Fisher explica el ciclo como consecuencia de las variaciones en la cantidad de dinero. También merecen encendidas alabanzas de Milton, su interesante estudio sobre las conexiones entre inflación y tipos de interés (*Appreciation and Interest*). Alaba la capacidad fisheriana para comprender los efectos de la política monetaria y del comportamiento de los tipos de interés.

Durante mucho tiempo, el mundo académico –recuérdese– había aceptado el consenso sobre la importancia y la idoneidad de la política monetaria para tratar la inflación. Al menos, hasta 1930, el análisis fisheriano fue ampliamente

te aceptado en EE.UU. Se aceptaba la estabilidad de la  $V$  de la ecuación de Fisher, la formación independiente de las variables partícipes en la  $MV$ , y que en consecuencia los cambios en la cantidad de dinero se traducirían en cambios de precios y en variaciones de la producción, aunque la  $MV$  no dice qué parte de los impulsos monetarios van a los precios y qué parte se recogen en la producción. Y se aceptaba con normalidad que el comportamiento a largo plazo de los precios reflejaba cambios sustanciales registrados por el dinero durante amplios períodos. Y se admitía, finalmente, que las variaciones a corto plazo de la actividad económica real respondían a cambios en la cantidad de dinero o fluctuaciones de las condiciones crediticias.

Tampoco casi nadie objetaba que la política monetaria –esencialmente manejo de la tasa de descuento y operaciones de mercado abierto– fuera una herramienta muy eficaz para suavizar el ciclo económico y estabilizar la economía. El joven Keynes, amamantado en ubres neoclásicas, llegó a compartir esta posición central de sus colegas en el *Breve tratado sobre la reforma monetaria*. A Friedman no le duelen prendas en reconocer este libro de Maynard como uno de los mejores salidos de su pluma.

## **LA REBELIÓN KEYNESIANA CONTRA LA POSICIÓN TRADICIONAL**

Pero cuando se produjo la Gran Depresión se cambiaron las tornas. Con inmensa habilidad, Keynes presentó como una revolución la *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*. En este libro opaco ofreció una explicación

alternativa de la depresión. La llamada revolución keynesiana constituyó un típico episodio de historia externa de la ciencia, un caso en el que acontecimientos procedentes del mundo exterior a la propia disciplina científica, no del interior de la misma, provocan un cambio en la teoría vigente entre la comunidad científica. A muchos puede parecerles que esto es lo normal en la ciencia; pero en nuestra disciplina, como bien solía explicar Stigler, otro gigante de Chicago, gran parte de los cambios nacieron de procesos internos inherentes a la misma. En este caso, sin embargo, sostiene Friedman con razón, la crisis del 29 fue la causante de la sustitución de la teoría cuantitativa por las proposiciones de la revolución keynesiana. En Inglaterra la crisis comenzó en 1925 cuando este país volvió a la paridad-oro de preguerra y terminó en 1931, año en el que el Reino Unido abandonó el patrón oro. En EEUU la contracción comenzó en 1929 y terminó en 1933. En ambos casos la depresión se alargó artificialmente extendiendo el ciclo más allá de una recesión breve y pasajera.

Keynes y los suyos, al negar la efectividad de la política monetaria, y a la luz del modelo renta-gasto, basado en el protagonismo de la demanda global (demanda de consumo y demanda e inversión), volvieron sus ojos hacia la política fiscal. Se aceptaba que si un Gobierno tiene un presupuesto expansivo basado en un exceso de gasto sobre ingresos, este déficit, si no aumenta los impuestos, podría financiarlo imprimiendo más dinero. (Y a la inversa, si su presupuesto tiene superávit, aprovechará para retirar

dinero de la circulación). Los keynesianos dieron un paso más y afirmaron que la política fiscal afecta mucho más directamente al nivel de renta y empleo; naturalmente una política de gastar con déficit (*deficit expending*) siempre tendría un efecto expansivo sobre la producción, renta y empleo independientemente de que este déficit se financiase por la vía de imprimir nuevo dinero o endeudándose tomando el dinero prestado del público.

Friedman negó esta proposición, afirmando que la política fiscal basada en producir grandes déficit es ineficaz para aumentar la renta y el empleo. Esto parecía conculcar el sentido común, pues si los Gobiernos tomaban préstamos del público para financiar los déficit y no creaban nuevo dinero sencillamente estaban colocando un poder de compra adicional en manos del público, quien al gastarlo influía positivamente sobre la producción y el empleo. Pero esta proposición, aparentemente verosímil, tropieza con la pregunta “friedmanita”: ¿si no aumenta los impuestos, ni crea más dinero, de dónde obtiene el Gobierno el dinero que gasta? Si lo obtiene porque el público se lo presta, entonces a la gente le queda menos dinero para gastar por sí misma. El efecto final es que el Gobierno gasta más, ciertamente, pero el público gastará menos. Para determinar el efecto final hay que estudiar el comportamiento del Gobierno y del público a quien éste le pide dinero prestado. Si, además, el Gobierno aumenta su demanda de fondos prestables no podrá evitar que suban los tipos de interés, lo que a su vez deprimirá la inversión privada.

En 1966, tuvo lugar un significativo experimento controlado en EEUU cuando la FED, ante el temor de una inflación, reaccionando tarde –como de costumbre– sobreactuó e introdujo una excesiva restricción monetaria. Esta fuerte restricción de la cantidad de dinero –donde la oferta monetaria se mantuvo estancada durante los últimos nueve meses del año 1967– se vio acompañada de una política fiscal llamativamente expansiva. ¿Quién se impuso al final, la política monetaria o la política fiscal? Si triunfaba la política fiscal, según preconizaban los keynesianos, habría que esperar una viva expansión económica durante el año 1967. Pues bien, lo que se observó fue una caída de la tasa de crecimiento de la economía durante la primera mitad de 1967. Es más, cuando la FED, meses más tarde, aumentó enormemente –otra vez con retraso– la cantidad de dinero se reanimó la renta y la economía americana volvió a crecer de nuevo. Experimentos como éste pusieron de manifiesto quién había vencido. La política monetaria se impuso como claro vencedor ante la política fiscal.

## **LA INTERPRETACIÓN FRIEDMANITA DE LA GRAN DEPRESIÓN**

La Depresión de 1929 erosionó gravemente la teoría cuantitativa. Keynes y los suyos vendieron ante un mundo desconcertado –millones de parados en las plazas y numerosos negocios en dificultades–, en un mundo ávido de seguridad, que la política monetaria era una herramienta inservible para curar la enfermedad del paro y la recesión porque no tenía incidencia en las variables

reales. En los corredores de las universidades se popularizaron metáforas agarbanzadas que todavía repetíamos los estudiantes de los años 50: “la política monetaria –se decía– es como una cuerda de la que se puede tirar pero no se la puede empujar”, o aquella otra según la cual “se puede llevar un caballo hasta el agua, pero no se le puede obligar a beber”.

Friedman, como en muchas otras ocasiones, se enfrentó con la opinión establecida. Estudiando con más detalle la depresión de los años treinta, descubrió la responsabilidad del mal manejo del dinero en la gravedad de la depresión. Lo sucedido ilustra la enorme influencia del dinero y el peligro de una mala política monetaria. No niega la eficacia, para bien o para mal, del dinero y su manejo. El dinero importa. Por eso la crisis no era una prueba de su fracaso, sino un signo sonoro de su importancia. Porque en momentos de crisis, mucha gente busca una explicación sencilla o un chivo expiatorio que, como bálsamo de Fierabrás, proporcione consuelo y seguridad a los espíritus turbados por circunstancias que no entienden.

La inflación fue diagnosticada por los keynesianos como un fenómeno de crecimiento de costes de los factores productivos o de exceso de demanda de los consumidores y de los inversores. Pocos parecían dudar de que los altos salarios o el exceso de demanda constituían la verdadera causa de la inflación y de que la insuficiencia de demanda estaba detrás de la depresión. La única forma

de atajar el fenómeno inflacionario consistía en manipular la demanda, embarcándose en una ambiciosa política de rentas. Una política de control de las rentas de los propietarios de los factores productivos.

**“Friedman descubrió la responsabilidad del mal manejo del dinero en la gravedad de la depresión”**

Esta explicación keynesiana estaba profundamente equivocada, pero aquí, como a veces sucede en política, lo que cuenta no es la verdad sino lo que el público llega creer como verdadero. Una explicación aparentemente sencilla se extendió entre estudiantes y especialistas con los efectos devastadores de un virus. Se creía que la política monetaria, ante la prueba de la realidad, había fracasado. De la inflación se culpaba, según los casos, a los monopolios, a los sindicatos o a los beneficios de los empresarios. Friedman mostró que todos estos agentes pueden comportarse mal, pero no son capaces –ni aún queriendo– de provocar inflación. Se acusaba del paro a los empresarios privados que, animales inestables, temerosos del futuro, no invertían lo suficiente. Siempre resulta consolador para las autoridades echar la culpa a otros. Como cuenta Friedman, después de revisar medio siglo de informes de la Reserva Federal, ésta, cuando las cosas iban bien, ponía en los informes: “gracias a la excelente política de la Reserva Federal”; pero cuando iban mal, señalaba: “pese a la excelente política de la Reserva Federal”, para extenderse a ren-

glón seguido sobre las debilidades de la política monetaria al lado de otras fuerzas reales más poderosas. Las autoridades monetarias siempre hacían constar que estaban adoptando remedios, suavizando las restricciones monetarias, cuando –como habría de demostrar el propio Milton– no lo estaban haciendo en absoluto. A Keynes le venía como anillo al dedo para concluir que la política monetaria había fracasado ante el tribunal de los hechos. Y por tanto había que explicarlos con una teoría distinta, es decir, con la teoría keynesiana de la demanda global.

Milton se tomó entonces un doble trabajo; primero, elaborar una teoría alternativa. Una teoría sencilla y robusta. Luego, además de someterla a pruebas estadísticas arriesgadas, decidió probarla en el gran laboratorio de la historia. La simplicidad de la teoría radica en su hipótesis principal: la estabilidad de la demanda de dinero. La robustez venía dada por su capacidad predictiva. Tenía que predecir la verosimilitud de una relación estable entre cambios en la cantidad de dinero y cambios en los precios. No había por qué embarcarse en una teoría general amplia y complicada a la manera de Keynes y su escuela. El veredicto de la plausibilidad de su nueva teoría cuantitativa se reduce a contrastar una sola y sencillísima proposición: su función de demanda de dinero, dependiente de una colección de argumentos que permitían su contrastación empírica.

La estrategia consistió en comparar las predicciones de la teoría con datos históricos de más de 90 años.



Ahora, sin emplear los tecnicismos utilizados en el análisis de la demanda de dinero, se propuso estudiar la influencia de la oferta monetaria en las variaciones de los precios y de las rentas. Mediante la reconstrucción de la historia monetaria de EE.UU durante casi cien años, consiguió mostrar la importancia de la oferta monetaria en el comportamiento de precios y rentas.

La *Historia monetaria* presentaba una interpretación de la marcha de la macroeconomía americana durante casi cien años acudiendo a una idea sumamente sencilla: la evolución de la oferta de dinero en relación con su demanda. O dicho de otro modo, el comportamiento del exceso de oferta monetaria a lo largo de casi una centuria. De toda la obra, el análisis que generó mayor discusión fue sin duda el capítulo VII dedicado a la gran depresión de 1929-1933. En este capítulo Friedman presenta una lectura de la gran depresión de los años 30 radicalmente distinta de la muy difundida, y aceptada, por la ortodoxia keynesiana. Al volver a examinar detalladamente los hechos, encontró al culpable de la gran magnitud de la crisis de los años treinta. Los responsables no eran ni el público, ni los empresarios empeñados en no invertir, ni los consumidores empeñados en no consumir. El mayor culpable era el Banco de la Reserva Federal. La Reserva Federal redujo nada menos que en un tercio la cantidad de dinero entre 1929 y 1933. Y este corte tan drástico hizo más honda y profunda lo que no hubiera pasado de ser una recesión pasajera. Y la fuerte reducción de la cantidad de dinero no fue consecuencia de la

actitud reluctante del público, sino el resultado de la política adoptada por la Reserva Federal.

Uno de los fines inspiradores del Sistema de Reserva Federal era precisamente el servir de prestamista en última instancia, suministrando liquidez cuando el sistema bancario soportara una presión importante; por ejemplo, una crisis de pánico. En realidad, como bien recordaba Milton, el Sistema de Reserva Federal había sido creado en 1913 en respuesta al pánico bancario de 1907, fundamentalmente para suministrar liquidez en momentos de tensión aguda sobre el mismo. Pero entre 1930 y 1933, se sucedieron una serie de quiebras bancarias ante las que la Reserva Federal permaneció impasible. Se negó a aportar liquidez, incumpliendo la función primordial que los diseñadores le habían asignado desde su concepción.

Cuando el público sufrió una crisis de confianza en la seguridad de sus cuentas bancarias, de los depósitos en los que había colocado su dinero, trató de convertirlos en billetes o moneda. En un caso así, dado que los bancos no mantienen un encaje del 100% de los depósitos que les han confiado sus clientes, pues se trata de un sistema de encaje fraccionario, no pueden atender a una súbita retirada de dinero por parte de los depositantes, a menos que alguien les suministre liquidez adicional. Sencillamente es imposible.

Milton Friedman deduce de este episodio que la política monetaria había sido utilizada para imponer una tre-

menda contracción en la economía americana. Por tanto, no puede decirse que la política monetaria hubiera fracasado por no tener influencia sobre la economía; al contrario, se mantuvo una política monetaria tremendamente restrictiva y su influencia fue tal que la depresión se agravó dramáticamente. Al considerar nuevamente los hechos, Friedman y Schwartz encontraron que los asociados a la Gran Depresión constituían “un testamento trágico de la efectividad de la política monetaria, no una manifestación de su impotencia”. La propia dinámica de la reducción de la oferta monetaria provocó una reacción amplificada del público, que se abalanzó sobre sus depósitos en la banca privada, lo cual se tradujo en quiebras bancarias mientras la Reserva Federal fue incapaz de suministrar la liquidez necesaria. Éste fue el detonante de la mayor depresión registrada por EE.UU. en toda su historia.

Pero con ser la de 1929 la depresión estrella, pues el diagnóstico “friedmanita” resultó devastador para la explicación oficial de corte keynesiano, Friedman y Schwartz no se limitaron a dar cuenta de la influencia del mal manejo del dinero en el desencadenamiento de la misma. Por contra, estudiaron otras depresiones de cierta importancia en EE.UU. y descubrieron que todas ellas fueron precedidas de una caída sensible de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, y que en todas ellas se produjo una disminución significativa de la cantidad absoluta de dinero.

Así, por ejemplo, en el período 1875-1878 hubo una caída en la base monetaria asociada a la presión por vol-

ver al patrón-oro. Ello dio lugar a una crisis bancaria. Los bancos trataron de mantener más liquidez, mientras el público buscaba también más liquidez convirtiendo depósitos en dinero de curso legal. Como los bancos crean dinero por un múltiplo de sus depósitos, esta capacidad de crear dinero bancario resultó restringida. Con lo que hubo una contracción monetaria fuerte.

Un segundo episodio de crisis de origen monetario fue el correspondiente al período 1892-1894. En estos años, debido a diversas actuaciones desestabilizadoras de la Tesorería americana y a otros factores diversos, el público llegó a creer que podía abandonarse el patrón oro. En consecuencia, los inversionistas extranjeros, temerosos, sacaron el oro de los EE.UU. Esto produjo una fuerte presión bajista en la liquidez que se terminó manifestando en un pánico bancario. Cuando el público empezó a retirar sus depósitos hubo una fuerte disminución de la proporción entre depósitos y el dinero en manos del público; al disminuir los depósitos bancarios se desplomó también la proporción depósitos/reservas que mantenían los bancos. La contracción monetaria, y por tanto la crisis, estaba servida.

El tercer período analizado fue el de los años 1906-1908. Friedman le dedicó siempre a este período una gran atención. En su *Free to Choose* habría de volver sobre él. Todo empezó el 21 de octubre de 1907, cuando EE.UU. llevaba cinco meses de recesión. Un gran banco de depósitos americano –la *Knicker-bocker Trust Company* de Nueva York– comenzó a tener dificultades. Casi inmediatamente

los impositores se agolparon en las ventanillas tratando de retirar su dinero. El banco hubo de cerrar, aunque sólo temporalmente; pero el cierre contagió el pánico a otros bancos, cuyos impositores también se agolparon en las ventanillas. En unos días, apenas una semana, los bancos se

pusieron de acuerdo para suspender la convertibilidad de sus depósitos en efectivo contante y sonante. Este acuerdo es lo que Friedman llama “restricción de pagos”. Los efectos se realimentaron y se invirtió relativamente pronto la disminución de la cantidad de dinero. Pero tanto el pánico como la contracción monetaria manifestada en escasez de efectivo dieron lugar a que, incluso, comenzara a circular privadamente algún sustituto del dinero de curso legal, como las monedas de madera de cinco centavos. Estos hechos minaron la confianza en la que se basa el sistema bancario y agravaron la recesión hasta convertirla en una crisis corta pero profunda. La más honda hasta la fecha en la que se produjo.

Friedman es consciente de la imposibilidad de atender una retirada de fondos por todos los clientes a la vez. La razón estriba en que el sistema bancario sólo mantiene como reserva de liquidez una parte de sus depósitos, para

**“Mediante la reconstrucción de la historia monetaria de EE.UU. consiguió mostrar la importancia de la oferta monetaria en el comportamiento de precios y rentas”**

atender los desfases entre ingresos y pagos. Sobre la base de tales depósitos se establece una pirámide de créditos, pero todos los depósitos adeudados a sus clientes no están intactos en caja custodiados por el banco. El excedente sobre sus reservas lo presta o lo invierte rentablemente. Es un sistema de “reserva fraccionaria”. En caso de mantener reservas del 100%, ¿de dónde iba a sacar el banco el dinero para pagar intereses y atender sus gastos? Cuando todo el mundo reclama a la vez sus depósitos, el banco ha de tener otra fuente de liquidez suplementaria que no sean sus colegas bancarios. Porque éstos están inmediatamente sometidos a la misma presión. Tampoco resuelve el problema apremiando a sus prestatarios para que devuelvan apresuradamente sus préstamos y negándose a renovarlos. También éstos tendrán que tomar el dinero de otros bancos para devolver los préstamos. Y el intento de los impositores de convertir en efectivo sus depósitos, y dado que los bancos quieren mantener un cierto coeficiente de reservas sobre sus depósitos, provoca una contracción de los depósitos en una cuantía que es un múltiplo de la reducción inicial. El resultado es un pánico bancario que agrava la crisis por atesoramiento de efectivo en manos del público. Cae la oferta monetaria y aumenta la demanda de dinero, con lo que inevitablemente se produce una escasez de numerario.

Una respuesta ante un pánico bancario es una restricción de pagos concertada, durante la cual el banco permanece abierto pero no atiende las demandas de dinero más que mediante anotaciones en cuenta, pero no por

la vía de entrega de efectivo. Otra, es hallar una fuente de liquidez complementaria, y transitoria, hasta que se restablezca la propia confianza de liquidez. Tal es la función para la que fue diseñado el Sistema de Reserva Federal. Fue precisamente este episodio el que, en gran medida, precipitó la aprobación de la ley de Reserva Federal de 1913. Fue entonces cuando nació el Sistema de la Reserva Federal, con la función primordial de servir de prestamista en última instancia.

Hubo también una aguda depresión, aunque corta, en el período 1920-1921. La depresión fue una consecuencia de la forma de financiar los déficit de guerra y del comportamiento del Tesoro, que provocó primero una expansión de dinero bancario y luego una fuerte contracción en el crédito pendiente de la Reserva Federal. La contracción fue resultado de las elevaciones súbitas de la tasa de descuento de la FED (Federal Reserve Corporation), que acabó contrayendo la base monetaria y, por consiguiente, la cantidad de dinero. Finalmente Friedman se enfrentó con la gran depresión del período 1929-1933. Ésta fue sin duda la depresión más grave de las conocidas.

La contracción cíclica comenzó a finales de 1929, antes del derrumbe de la Bolsa. La producción, que se había elevado a su punto máximo en 1929, venía cayendo dos meses antes del desplome de la Bolsa. Cuando ésta sufrió el descalabro, la producción ya se había contraído llamativamente. Las tribulaciones del mercado de

capitales resumaban los problemas económicos en ascenso. También respondían a una burbuja especulativa que no podía sostenerse mucho tiempo. Cuando se hundió el mercado bursátil, la incertidumbre y desorientación de los empresarios fue mayúscula. Los consumidores quisieron aumentar su liquidez disminuyendo su propensión a consumir. Los empresarios retrajeron sus inversiones buscando también una reserva de liquidez para afrontar las emergencias.

Friedman explica que desde mediados de 1928 la FED, preocupada por el crecimiento de la especulación bursátil, impuso una política monetaria restrictiva pese a sus buenos deseos de fomentar el crecimiento económico. No pudo la política monetaria impedir la especulación, pero sí consiguió reducir el crecimiento de la economía. Si se mira el comportamiento de la oferta monetaria durante el período 1927-1929 –explica Friedman–, se observa que disminuyó ligeramente, lo cual no tenía precedentes. Pues bien, la presión derivada de la ligera contracción cíclica que despuntaba en 1929, haciendo bajar la velocidad, recibió un impresionante refuerzo por parte de la oferta monetaria, que cayó un 2,6% entre agosto de 1929 y octubre de 1930. Esta disminución, aunque aparentemente moderada, fue bastante grande comparada con la experiencia histórica de crecimiento de la cantidad de dinero a largo plazo. Sólo hubo cuatro episodios anteriores de disminución rápida de la cantidad de dinero. Y en todos ellos se vieron acompañados de contracciones llamativamente severas.



Lo más sorprendente es que –como dice Friedman– la disminución de la cantidad de dinero fue provocada por el Sistema de Reserva Federal. En principio los bancos resistieron. No hubo pánico ni hambre súbita de liquidez. Los impositores no se lanzaron sobre sus depósitos para convertirlos en efectivo, e incluso estuvieron dispuestos a mantener una relación depósitos/circulante suavemente ascendente. Pero se produjeron una serie de quiebras bancarias diseminadas por el país, que no eran por sí mismas alarmantes hasta que se produjo la quiebra del *Bank of United States*. Esta quiebra, aunque no se trataba de un banco oficial, sí era de un banco importante y prestigioso. El aldabonazo cambió el estado de ánimo. Los depositantes trataron entonces de retirar sus depósitos en la banca. La presión de los depositantes forzó a los bancos a buscar liquidez para atender la demanda de sus clientes. Al intentar realizar sus activos esto redundó en una pérdida de valor de los mismos, lo que hizo a los bancos más vulnerables. Aunque las autoridades ayudaron al principio, cuando creyeron que lo peor había pasado continuaron con su política deflacionaria. En marzo de 1931 se presentó un segundo pánico bancario, que las autoridades no trataron de contrarrestar. Cuando Inglaterra abandonó el patrón oro, en septiembre, el sistema de la Reserva

**“En la gran crisis de 1929, lo más sorprendente es que la disminución de la cantidad de dinero fue provocada por la Reserva Federal”**

Federal abandonó la política restrictiva pasiva. Y adoptó conscientemente una política contractiva extraordinariamente activa. Una actuación depresiva tan furiosa como no se recordaba en toda su historia.

Aquí es el momento de recordar el papel del primer director del Banco de Reserva Federal, Benjamín Strong, quien estuvo en el puente de mando hasta su muerte, precisamente en 1928. Pasada la corta depresión de 1920-1921, como si hubiera aprendido de la misma, mantuvo al sistema de la Reserva Federal en vigilia continua para contrarrestar cualquier repunte contractivo en la economía. Cuando ésta ofrecía signos de desmayo, aumentaba la tasa de crecimiento monetario; cuando el crecimiento monetario se aceleraba y antes de que aparecieran los primeros signos de calentamiento, reducía la tasa de expansión del dinero. El prestigio de este hombre y la confianza que consiguió de los dirigentes financieros fueron extraordinarios. En el año 1929, ya fallecido Strong, hubo en el sistema una lucha por el poder y el Consejo directivo quiso imponer su impronta ninguneando la capacidad decisiva del Banco de Nueva York, del que Strong había sido su presidente. Cuando el Consejo desde Washington consiguió imponer su disciplina al Banco de Nueva York, comenzó a cambiar la política distanciándose de la sabia tónica de Strong. En vez de aumentar rápidamente la oferta monetaria –por encima de la tasa corriente– para contrarrestar la contracción económica, primero la FED permitió durante todo el año de 1930 un deslizamiento lento y continuo por la senda de la restricción monetaria. Un 2,6% de caída en

la cantidad de dinero durante 1930 puede parecer incluso una cifra moderada –que no lo era, en comparación con períodos anteriores–, pero sí estaba produciendo una recesión importante, como consecuencia de la constante caída de la oferta monetaria durante todo el año 1930, combinada además con la crisis bursátil. Pero la actuación de la FED no pudo ser más torpe. De marzo a agosto de 1931 la cantidad de dinero había disminuido un 13% anual; pues bien, en los cinco meses siguientes cayó a la espectacular tasa del 31%. El resultado de este comportamiento fue, como dice Friedman, convertir una crisis en una catástrofe.

Lo realmente notable es que la sensible disminución de la cantidad de dinero fue provocada por la Reserva Federal, que era precisamente quien tenía la misión de estabilizarla.

La cantidad de dinero cayó –como escribió Friedman en su *Optimum Quantity of Money*– porque el Sistema de Reserva Federal forzó o permitió una fuerte reducción de la base monetaria; porque no cumplió con las responsabilidades, que le fueron asignadas por la ley de Reserva Federal, de proporcionar liquidez al sistema bancario. La gran contracción es el testimonio trágico del poder de la política monetaria y no, como creyeron Keynes y muchos de sus contemporáneos, evidencia de su impotencia.