

CAPÍTULO 24

YALE VERSUS CHICAGO: TOBIN VERSUS FRIEDMAN

Julio Segura*

“El paradigma macroeconómico de Yale, tal como lo he enseñado y ojalá practicado, combina un enfoque keynesiano de las fluctuaciones económicas con una perspectiva neoclásica del crecimiento a largo plazo.” (J. Yellen, en Tobin (2003), pp. vii-viii).

El profesor Vicente Salas y yo nos conocimos en 1979, al poco de su vuelta de la Universidad de Purdue donde había obtenido el M. Sc. y el Ph. D., cuando vino a la Fundación Empresa Pública a comentarme sus proyectos profesionales. Bastaría con sus aportaciones como investigador, la formación de numerosos académicos que hoy pueblan los escalafones universitarios y su papel como principal protagonista en la modernización de los estudios de Economía de la empresa en la Universidad española, para aceptar agradecido la invitación de los organizadores a participar en este homenaje. Pero además de sus sobresalientes méritos académicos, Vicente y yo hemos mantenido una relación profesional y personal estrecha: la coincidencia en tribunales, seminarios y conferencias, su generosa revisión de mi libro de teoría de la economía industrial y su trabajo original en el homenaje a mi 70 aniversario o mi informe sobre su candidatura al Premio Jaume I de 1992, que mercedamente obtuvo. Además, coincidimos en el Consejo de Gobierno del Banco de España entre 1994 y 1998, fue mi sucesor –con un breve lapso de cuatro meses– en su Comité Ejecutivo desde 2006 hasta 2018 y ha sido un usuario muy cualificado de la *Encuesta de Estrategias Empresariales* desde sus inicios, ayudando a mejorarla. Y ahora una nueva coincidencia: ambos habremos participado en el homenaje al otro, lo que me permite saldar una deuda de gratitud.

Aunque su actividad docente e investigadora se ha desarrollado en el campo de la Economía de la empresa, el profesor Salas ha estado varios años en contacto con

* Agradezco las numerosas sugerencias realizadas por Fernando Restoy que han permitido mejorar significativamente el texto, pero los posibles errores remanentes son responsabilidad exclusiva del autor.

la política macroeconómica y, en particular, con la política monetaria y la regulación y supervisión financieras como consejero ejecutivo del Banco de España, lo que me proporciona una aceptable excusa para hablar de teoría y política macroeconómicas.

Este trabajo trata de exponer las innovaciones analíticas y las posiciones de política económica que se derivan de ellas de un grupo de economistas relacionados con la Universidad de Yale en torno a la figura de James Tobin en las décadas centrales del s. XX, que ampliaron y perfeccionaron el análisis de Keynes en su *Teoría General* (1936), ejerciendo una notable influencia en la política económica de los Gobiernos estadounidenses de presidencia demócrata. En el primer epígrafe se presenta al “grupo de Yale” y se sintetiza la forma de trabajar del mismo. El epígrafe segundo está dedicado al resumen de sus aportaciones analíticas y de sus posiciones en materia de política económica derivadas del análisis teórico y empírico. El tercer epígrafe expone las polémicas entre Tobin y Friedman, mucho más relevantes desde el punto de vista del análisis y las políticas económicas que las más populares entre Samuelson y Friedman, aunque prácticamente ignoradas fuera del mundo académico por no desarrollarse en los medios leídos por el gran público (*Fortune*, *The New York Times*, *Newsweek*, *The Economist*) sino en publicaciones académicas de alto nivel y no fácil lectura (*Quarterly Journal of Economics* y *Journal of Political Economy*). El trabajo se cierra con unas conclusiones que tratan de sintetizar lo que hemos aprendido los economistas –algunos, no todos– del grupo de Yale.

1. EL GRUPO DE YALE

Es frecuente en economía bautizar ciertas posiciones mantenidas por un grupo de autores que trabajan en la misma institución como escuela o síntesis: desde la escuela de Salamanca hasta la keynesiana, la de Chicago, la marginalista, etc. o la síntesis neoclásica, entre otras. La investigación y posiciones de política económica generadas en la Universidad de Yale entre mediados del siglo pasado y comienzos del presente bien merecen un reconocimiento similar. Defender la existencia de una escuela, una síntesis o un paradigma de Yale es tan solo una buena excusa para destacar la importancia de las aportaciones de un grupo de académicos de primera fila en el área del análisis macroeconómico y la política de estabilización ubicados o directamente relacionados con la Universidad de Yale que se inicia con las aportaciones de A. M. Okun (1928-1980), se prolonga y llega hasta nuestros días con, entre otros, autores como T. Bewley (1941-), W. C. Brainard (1935-), R. Fair (1942-), W. D. Nordhaus (1941-), R. J. Schiller (1946-), J. E. Stiglitz (1943-) o J. L. Yellen (1946-), y tiene en J. Tobin (1918-2002) su protagonista principal.

Para valorar las aportaciones de cualquier grupo de economistas es útil conocer tanto sus filiaciones académicas como su participación en la política económica

de la época. Todos los economistas citados estuvieron o están relacionados —como profesores y/o alumnos— con la Universidad de Yale y la mayoría han sido colaboradores muy activos de la Cowles Foundation y la Brookings Institution, dos centros de investigación cuyo enfoque ha sido más keynesiano que monetarista o de nueva economía clásica¹.

Okun fue profesor de Yale —donde una cátedra lleva su nombre— y miembro de la Brookings así como editor de los *Brookings Papers on Economic Activity* (*BPEA*) entre 1970 y 1980, donde publicó 15 quince trabajos, así como otros cinco *Cowles Foundations Discussion Papers* (*CFDP*); Tobin (premio Nobel 1981) fue profesor Sterling en Yale desde 1955 hasta su jubilación, y luego emérito, y autor de 69 *CFDP* y de 14 aportaciones en los *BPEA*; Bewley regentó la cátedra Alfred Cowles en Yale; Brainard profesor en Yale desde 1962 y luego emérito Arthur Okun y coeditor de los *BPEA*, en los que publicó seis colaboraciones, entre 1980 —en que entró sustituyendo a Okun como editor tras el fallecimiento de éste— y 2007, así como 11 aportaciones en los *CFDP*; Fair fue profesor John Musser en Yale y luego en la Cowles; Nordhaus (premio Nobel 2018) profesor en Yale desde 1967 y profesor Sterling desde 2001, así como creador del panel de actividades económicas de la Brookings en 1972 y autor de 30 colaboraciones en sus *BPEA* y de 69 en los *CFDP*; Schiller (premio Nobel 2013) es profesor Sterling en Yale desde 2013 e investigador asociado del NBER desde 1980 así como frecuente colaborador en los *BPEA* donde ha publicado diez trabajos; Stiglitz (premio Nobel 2001) fue profesor en Yale antes de mudarse a Columbia y publicó 23 *CFDP*; Yellen se doctoró en Yale en 1971 bajo la supervisión de Tobin y Stiglitz y fue durante un corto periodo profesora del centro, publicando siete trabajos en los *BPEA*.

Varios de ellos participaron activamente en la asesoría y diseño de políticas económicas bajo presidencias demócratas: Okun presidió el Council of Economic Advisers (CEA) de Johnson; Stiglitz y Yellen el de Clinton; Tobin fue miembro del CEA de Kennedy, Nordhaus del de Carter y Yellen ha sido presidenta de la Reserva Federal con Obama, tras ser presidenta y directora ejecutiva del Banco de la Reserva Federal de San Francisco y, en la actualidad, es secretaria del Tesoro con Biden.

Todos los autores mencionados tienen un enfoque keynesiano del corto plazo, de las políticas de estabilización y del papel que pueden jugar las políticas moneta-

¹ La *Cowles Commission*, fundada en Colorado y pronto trasladada a Chicago, terminó por afincarse en 1955 en la Universidad de Yale —donde había estudiado Alfred Cowles— por sus diferencias con el departamento de economía de la Universidad de Chicago, convirtiéndose en *Cowles Foundation*. El lector interesado en la institución puede consultar Cowles Foundation (1991). La Brookings Institution creada en 1927 (sobre el antecedente del Institute for Government Research fundado en 1916) es un prestigioso *think tank* independiente que tuvo mucha influencia económica en las presidencias de Kennedy y Johnson y hoy ambas siguen siendo referentes de la investigación económica. El lector interesado en esta última institución puede consultar los trabajos preparados por Hall, Gordon y Blinder en su 50 aniversario el 24 de marzo de 2021.

ria y fiscal, y han ampliado, matizado y enriquecido la herencia keynesiana, aunque no son poskeynesianos en el sentido que se le da al término cuando se habla de autores como Kalecki, Minsky o Nell o del *Journal of Postkeynesian Economics*, aparecido en 1978. Se encuentran más próximos a lo que en la jerga se conoce como *neokeynesianos* o *síntesis neoclásico-keynesiana* y que identificamos con autores como Hicks, Modigliani o Samuelson. Pero existen diferencias apreciables con estos últimos, sobre todo desde el punto de vista analítico, como veremos enseguida.

Para terminar esta presentación, unas breves notas para caracterizar la *forma de trabajar* del grupo de Yale.

En primer lugar, partían del análisis exhaustivo de la información estadística disponible, tratando de encontrar relaciones entre variables para, en caso de encontrarlas, intentar formular un modelo teórico que las explicara. Por poner un ejemplo, la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés es un tema crucial para discutir la efectividad de las políticas monetaria y fiscal. La reformulación de Tobin de la demanda de dinero keynesiana se inició con la búsqueda de evidencia y cuando logró demostrar que la demanda de dinero y, por tanto, la velocidad de circulación habían sido sensibles al tipo de interés en el periodo de entreguerras en los EE. UU. (Tobin 1947), pasó a preocuparse de encontrar un modelo de inventario que explicara la dependencia de la demanda de dinero como medio de pago respecto al tipo de interés (Tobin 1956) y otro de selección de cartera para justificar la relación entre esta variable y la demanda de dinero como activo (Tobin 1958a). Un enfoque que daba una importancia esencial a la econometría y a la temprana utilización de calibración de modelos. Algo muy distinto de la práctica actual tan común de formular primero un modelo teórico cuyas hipótesis provienen de la intuición o creencias del investigador para luego elegir el periodo, país o grupo de países, etc. cuyos datos cuadran mejor con las prescripciones del modelo y, tras esto, extender la validez de las conclusiones a cualquier país, situación y posición cíclica.

En segundo lugar, el grupo de Yale prestó atención mucho antes de que se convirtiera en una práctica común –al menos declarada– del análisis macroeconómico a los *fundamentos microeconómicos de la macroeconomía*. Su rechazo tanto de la función de consumo keynesiana que relacionaba renta y consumo del mismo periodo como a las de Friedman (ver epígrafe tercero), basada en su hipótesis de la renta y consumo permanentes, y Duesenberry, basada en el concepto de renta relativa, en favor de un enfoque de ciclo vital, así como su tratamiento de los modelos de demanda de activos financieros son buenos ejemplos de esto.

En tercer lugar, la importancia concedida al *largo plazo* patente en el tratamiento de modelos en que el *stock* de capital era variable –y no fijo como en la

Teoría General— lo que permitía introducir el análisis de stocks-flujos y los efectos riqueza, mejorando la discusión de los canales de transmisión de las políticas macroeconómicas y distinguir entre sus efectos a corto y a largo plazo.

Por último, la importancia de los mercados financieros en un mundo en el que hay un abanico de activos financieros, sustitutos próximos unos de otros, y mercados en los que se pueden presentar restricciones de liquidez y la variabilidad de los precios no es explicable solo por los cambios en la información que reciben los agentes, lo que también afecta a la transmisión de las políticas macroeconómicas.

2. INNOVACIONES DEL GRUPO DE YALE SOBRE EL MODELO KEYNESIANO Y LA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN²

El grupo de Yale pensaba que la Teoría General de Keynes era un libro revolucionario en lo que respecta al principio de la demanda efectiva y la posibilidad de paro involuntario, y que implicaba una crítica radical a la ortodoxia prevaleciente antes de la Gran Depresión que consideraba suficiente una reducción de los salarios reales para volver a la senda de pleno empleo. Pero eran críticos con la fundamentación analítica del modelo keynesiano, al menos en tres aspectos básicos.

El primero, la formulación de la función de consumo como una relación entre renta y consumo corrientes basada en la psicología. El segundo, la relación de la demanda monetaria con el tipo de interés en que el motivo transacción no dependía del mismo, y los motivos de demanda de dinero como activo eran una opción individual de todo o nada al considerar un mundo con solo dos activos financieros: el dinero y los bonos como único activo con riesgo. Por último, el planteamiento keynesiano era de corto plazo, considerando el *stock* de capital constante, lo que conducía a que la fundamentación de la eficacia de las políticas monetaria y fiscal y sus mecanismos de transmisión presentaran insuficiencias.

Debe observarse que los tres puntos señalaban debilidades en piezas fundamentales del modelo keynesiano: la relación entre consumo y renta juega un papel esencial en el análisis de la demanda efectiva; la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés es crucial para discernir sobre la eficacia de las políticas estabilizadoras y el planteamiento de corto plazo no entra en el tratamiento de stocks-flujos por lo que, entre otras limitaciones, no considera la riqueza como una variable relevante. Y todo esto no mejoró en absoluto con la síntesis neoclásica-keynesiana basada en el modelo IS-LM de Hicks-Hansen que fue la versión triun-

² Los dos primeros tercios de este epígrafe se encuentran más desarrollados en los apartados 2.1 a 2.4 de un trabajo anterior (Segura, 2020), pero aquí se da mayor peso a los temas que permiten enmarcar la polémica Tobin-Friedman, que es el objetivo principal de este trabajo.

fadora del keynesianismo en el mundo académico entre las décadas de los años cuarenta y mediados de los años sesenta del siglo pasado.

Una breve síntesis de las aportaciones analíticas de Yale, realizadas en su gran mayoría por Tobin, solo o en colaboración, puede ser la siguiente.

En lo relativo a la *función de ahorro-consumo* la debilidad del planteamiento keynesiano era que la decisión de consumo se producía periodo a periodo, es decir, era una relación entre consumo y renta del mismo año o trimestre, sin considerar el horizonte vital completo del individuo. En un trabajo seminal (Tobin, 1951) se constató que para series históricas cortas y datos *cross-section* la propensión media al consumo decrecía con la renta, pero para series históricas largas se mantenía constante, y que esta contradicción desaparecía si se incluía entre los determinantes del consumo la riqueza financiera, lo que no solo era coherente con un planteamiento de ciclo vital sino que, además, señalaba la importancia de los activos financieros en la transmisión de la política monetaria y, también, la posibilidad de que éstos se vieran afectados por la existencia de restricciones de liquidez (Tobin, 1967 y Dolde y Tobin, 1971).

En lo que respecta a la *elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés*, se trata de otro tema capital desde el punto de vista de la política económica ya que si la demanda de dinero no es sensible al tipo de interés la política fiscal es ineficaz. Esto condujo al desarrollo de los nuevos fundamentos teóricos de la demanda de dinero. Por una parte, en Keynes la demanda como medio de pago no dependía del tipo de interés, es decir, del propio coste de mantener liquidez, error que ya había señalado Baumol en 1952 –y antes M. Allais– y que desarrolló también Tobin con un modelo de inventario (Tobin, 1956).

Por otra parte, la demanda individual de dinero como activo en Keynes era de “todo o nada” al considerar solo dos activos. Aquí el trabajo seminal fue, de nuevo, de Tobin (Tobin, 1958) planteándose el problema de cómo distribuiría su riqueza un individuo entre dinero y un menú de activos con riesgo. El resultado fundamental es un conocido teorema de separación: el individuo elige primero la cartera óptima de activos con riesgo –que depende de las varianzas y covarianzas de los rendimientos esperados– y, en la segunda etapa, determina la proporción de riqueza a mantener en dinero y en la cartera –que depende de su aversión al riesgo. Este trabajo es el inicio de la moderna teoría de las finanzas: selección de cartera, teorema de separación, determinación del precio de los activos financieros.

En lo relativo al *tratamiento del largo plazo*, el enfoque del grupo de Yale tiene claros componentes neoclásicos a los que se añaden imperfecciones keynesianas.

En su modelo de crecimiento agregado Tobin consideró sustituibilidad entre trabajo y capital, pero también rigidez a la baja de los salarios nominales, dinero y deuda monetaria pública, dando lugar a un comportamiento cíclico que depende de la rigidez de los precios, de los salarios y de la oferta de activos monetarios (Tobin, 1955). Este enfoque está muy alejado de los modelos de crecimiento considerados en la literatura como keynesianos (v.gr: el modelo Harrod-Domar) y de la idea de que existe una sola tasa de crecimiento garantizada. En un trabajo posterior (Tobin, 1965a) se discute un modelo que analiza el papel de los factores monetarios en la determinación de la intensidad de capital de una economía, es decir, cuando existen otros depósitos de valor además del capital. El enfoque neoclásico del crecimiento es también patente en el modelo de Solow, Tobin, von Weizsäcker y Yaari (1966) en el que, con proporciones fijas de los factores, se obtienen resultados neoclásicos: una regla dorada de crecimiento en la que la tasa de ahorro se iguala a la participación del capital en la producción y el tipo de interés a la tasa de crecimiento de la economía.

Por último, el enfoque del grupo de Yale desborda el de los modelos de crecimiento estándar para adentrarse en temas muy avanzados para la época. En un trabajo bien conocido (Nordhaus y Tobin, 1972), se construye y analiza la evolución temporal de un indicador de bienestar alternativo al PIB y se discuten el papel de los recursos naturales, el fallo de mercado que conduce a que sus precios sean inferiores a los óptimos y la influencia de la población sobre la tasa de crecimiento.

Todos estos perfeccionamientos del enfoque keynesiano condujeron a modificaciones de la política de estabilización económica en la que, como he señalado, los economistas de Yale jugaron un papel central en los EE. UU. en una buena parte de la segunda mitad del siglo XX y en los años transcurridos del siglo XXI.

Una característica de las posiciones de Yale en materia de política de estabilización, monetaria y fiscal, es su flexibilidad, que cabría también calificar de sentido común. Nunca buscaron leyes universales válidas para cualquier economía en cualquier periodo de tiempo y para toda posición cíclica, una postura alejada tanto del keynesianismo más radical como de las posiciones de los monetaristas y de la nueva economía clásica.

El tema de la política de estabilización —esencial en los EE. UU. de la época— es, en último extremo, el tema de las relaciones existentes entre inflación, desempleo y crecimiento, del análisis de los canales de transmisión de las políticas monetaria y fiscal y de sus efectos sobre el crecimiento, para deducir de ello su grado de eficacia y, por tanto, la conveniencia o no de su aplicación. Dos hallazgos empíricos tuvieron una gran importancia en la época en la discusión sobre las políticas de estabilización.

La primera pieza empírica significativa es lo que en la literatura ha dado en llamarse *ley de Okun*. Este autor encontró sólida evidencia de que tras la II Guerra Mundial en la economía estadounidense cada punto porcentual (pp) de aumento del desempleo por encima del 4 por 100 estaba asociado a una caída de 3 pp del crecimiento del PIB (Okun, 1962). Aunque fue bautizada como ley, el propio autor reconoció que se trataba solo de una regularidad empírica muy sólida no de una ley universal ya que en la década de 1970 no se verificaba (Okun, 1982). Pero lo que se debatía era la política de estabilización en las décadas de 1950 y 1960.

La segunda pieza empírica es la relación existente entre paro e inflación, es decir, la discusión sobre la *curva de Phillips*. La conocida curva (Phillips, 1958), descubierta realmente por Fisher en 1926, mostró una clara relación decreciente entre la tasa de desempleo y la tasa de variación de los salarios monetarios para el Reino Unido desde 1861 hasta 1957. La popularización de Samuelson y Solow en su artículo de 1960 sobre políticas antiinflacionistas convirtió la curva de Phillips en una protagonista de la discusión sobre el tema en las dos décadas siguientes.

El grupo de Yale trabajó teniendo en mente una economía en que dos tipos de fallos de mercado eran particularmente relevantes desde el punto de vista de la justificación de las políticas de estabilización. Los mercados de trabajo presentaban rigidez a la baja de los salarios nominales y no cabía hablar un único mercado de trabajo por la heterogeneidad del factor y porque distintos mercados –por tipo de actividad, cualificación de los trabajadores, localización geográfica, etc. – recibían distintos tipos de *shocks* que afectaban de manera diferente a la demanda agregada. Por su parte, los mercados financieros presentaban una volatilidad no explicable por cambios ni de los fundamentales ni de la información disponible por los agentes (Tobin, 1974; Schiller, 1989).

En resumen, los economistas comentados consideraban que las variaciones de la demanda agregada afectaban a la producción y el empleo y que las políticas monetaria y fiscal afectaban a la demanda agregada, a través de canales de transmisión donde el dinero, la riqueza y las restricciones de liquidez jugaban un papel fundamental, aunque más a corto y medio plazo que a largo plazo y con distinta intensidad dependiendo del tipo de *shock* que sufriera la economía y de su posición cíclica. Además, defendían que en situaciones de crisis las políticas pasivas que confiaban todo al funcionamiento de los estabilizadores automáticos eran de efectos muy lentos, por lo que tenían sentido las políticas activas dado el mayor coste social del desempleo que de la inflación. Una muestra significativa de esta posición y sus fundamentos pueden verse en el *Economic Report* del *Council of Economic Advisers* de 1962 para el presidente Kennedy (ver Heller, Gordon y Tobin, 1963) que orientó la política económica estadounidense en la década de los años sesenta del siglo pasado.

3. TOBIN VERSUS FRIEDMAN

Es claro que el enfoque de la política de estabilización defendido por el grupo de Yale chocaba frontalmente con las prescripciones de política económica derivadas del naciente enfoque monetarista, por lo que no puede sorprender que Tobin fuera muy crítico con las posiciones analíticas de Friedman en los tres temas por los que le fue concedido el premio Nobel en 1976: su teoría de la función de consumo, la historia y la teoría monetaria de los EE. UU. y las críticas a la política de estabilización.

La aportación seminal de Friedman a la función de consumo (Friedman, 1957) es su conocida hipótesis de la renta permanente, un concepto que es la dovela central en todo el planteamiento monetarista del de Chicago, por ejemplo, como veremos enseguida, en la explicación del comportamiento procíclico de la velocidad de circulación del dinero, es una hipótesis imprescindible para tratar de justificar que las variables nominales agregadas están determinadas por la cantidad de dinero. Por su parte, Tobin defendía la idea de que el consumo había que explicarlo *à la* Fisher en función del ciclo vital del individuo o familia y, poco después de la aparición del libro de Friedman, publicó una revisión de éste (Tobin, 1958b) que incluía críticas teóricas y destacaba sus insuficiencias empíricas.

La primera crítica se centra en el hecho de que Friedman diferencia tanto en la renta como en el consumo dos componentes, uno permanente (recurrente) y otro transitorio (aleatorio) que no son observables. Y, para mayor complicación, define dos conceptos distintos de renta permanente: lo que puede dedicarse al consumo conservando la riqueza humana y no humana y la que mantiene solo el nivel de riqueza no humana, utilizando uno u otro según qué problema tratara. El problema fundamental es que todo este aparato teórico colapsa desde el punto de vista empírico, porque al estimar los componentes permanentes como una media móvil de las variables en los últimos periodos el peso de la renta y consumo del propio periodo da siempre valores no inferiores a un tercio y, con frecuencia, muy superiores, por lo que los conceptos “permanentes” terminan siendo en realidad una media móvil de los 2-5 últimos periodos, lo que indica que los agentes generan sus expectativas adaptativas utilizando información muy limitada.

En segundo lugar, la hipótesis de Friedman de que la propensión marginal al consumo de la renta transitoria es nula es poco creíble. Pensemos en el caso en que la renta permanente es constante por lo que las desviaciones respecto a la misma debidas a la edad deben considerarse transitorias. Hay dos situaciones en las que habrá una correlación positiva entre renta y consumo transitorios. Por una parte, cuando la renta cae temporalmente para mantener el nivel de consumo permanente se requiere bien tener una cierta capacidad de endeudamiento o poseer un

stock de riqueza, algo de lo que carece la mayoría de los individuos, por lo que el mantenimiento del consumo permanente requiere una propensión marginal al consumo transitorio respecto a la renta transitoria que sea positiva. Además, las necesidades temporales constituyen un incentivo para que los agentes ofrezcan más trabajo, lo que de nuevo genera una correlación positiva entre los componentes transitorios del consumo y la renta.

También cabe señalar que la explicación de Friedman proporciona algunos resultados implausibles. Por ejemplo, si el horizonte temporal que contempla el individuo o la familia es el de la vida completa del agente y sus expectativas son correctas, la renta permanente será constante, aunque no necesariamente su consumo.

Una segunda hipótesis central del planteamiento de Friedman presenta también serios problemas: considerar que la proporción entre consumo y renta permanentes es independiente del nivel de esta última y depende del tipo de interés, la proporción entre riqueza no humana y humana, la edad, el tamaño de la familia o el nivel educativo. Es muy posible que ello sea así, pero entonces ¿por qué Friedman no aporta evidencia empírica alguna en apoyo de esta hipótesis? Porque no puede, ya que trabaja con datos de familias agrupadas sin tener en cuenta esas variables, por lo que la hipótesis no pasa de ser una creencia. Y también Tobin señaló otros problemas como la no utilización de los errores de muestreo.

En conjunto la crítica de Tobin es muy potente y la evolución posterior de la teoría de la demanda agregada de consumo parece darle la razón, aunque el concepto de renta permanente bien reformulado subyace en los modelos intertemporales de expectativas racionales. La defensa de Friedman fue su creencia de que quienes buscan explicaciones complejas multivariantes del comportamiento del consumo están en un error, y que es más sensato analizar relaciones sencillas entre las variables estudiadas. El problema es que contrastar adecuadamente las hipótesis de Friedman exige que se analicen los efectos de muchas variables que, en su análisis empírico, se consideran constantes, por lo que la contrastación de su hipótesis es inane. Como señaló con cierta ironía Tobin al cerrar su crítica: “Es ciertamente mejor ser sencillo que complicado. Pero ¿es mejor ser sencillo que correcto?” (Tobin, 1958b: p. 124).

Un segundo tema de desacuerdo se plasma en la revisión crítica (Tobin, 1965b) de la monumental historia monetaria de los EE. UU. publicada en 1963 por Friedman y Schwartz (en adelante FS), centrada en dos temas: la determinación del *stock* de dinero y la estabilidad de su velocidad de circulación.

Una primera crítica se refiere al concepto de dinero utilizado en el trabajo comentado. Aceptando que, desde el punto de vista analítico, se puede sostener la posición FS de que la definición de dinero es un tema de “conveniencia” en el sentido de elegir la definición que funcione mejor desde el punto de vista estadístico, Tobin señala que ello encierra un peligro si, como es el caso, el análisis se utiliza para defender conclusiones que destacan la importancia primordial que tiene proporcionar la cantidad de dinero en cuantía adecuada para que la economía funcione bien. Señala además que la elección de FS es difícil que sea homogénea a lo largo de un siglo, ironizando con que los partidarios de FS parecían defender que, sea lo que sea el dinero, su cuantía debe crecer al 3-4 por 100 anual.

La segunda crítica se refiere a la explicación de las tendencias seculares de la velocidad de circulación del dinero: creciente hasta 1880 desde donde cae hasta un mínimo en 1914, manteniéndose en niveles decrecientes en 1919-1946, cuando comienza a crecer, aunque manteniéndose en valores inferiores a los de la década de 1920. La explicación de FS a este comportamiento es que los servicios que presta el *stock* de dinero son un bien de lujo, con elasticidad renta mayor que la unidad, por lo que cuando crece la renta se mantiene una mayor proporción de renta en dinero y aumenta la proporción de tenencias de dinero/renta monetaria. Tobin hubiera preferido, de nuevo, una justificación más *à la Fisher*, pero la crítica fundamental se centra en la explicación de las fluctuaciones cíclicas de la velocidad de circulación, es decir, por qué crece en las expansiones y disminuye en las contracciones. FS optan por argumentar que la demanda de saldos reales aumenta con la renta real permanente y que en las expansiones (contracciones) la renta corriente es mayor (menor) que la renta permanente por lo que la velocidad de circulación aumenta (disminuye). Dadas las debilidades de la hipótesis de renta permanente ya comentadas, la explicación no es muy satisfactoria, sobre todo cuando las numerosas anomalías empíricas observadas por FS a su explicación tratan de justificarlas en función de las expectativas según interesa en cada caso. Existen explicaciones más simples: que la velocidad sigue los movimientos procíclicos del tipo de interés o que el ciclo no es un fenómeno monetario, pero ambas destruirían todo el andamiaje teórico y de política económica de FS.

Por último, respecto a la estabilidad e independencia de la velocidad de circulación del dinero, FS sostienen que la oferta monetaria presenta en los más de 90 años analizados una relación muy estable con otras variables económicas, pero, como señala Tobin, lo cierto es que los datos de FS indican que solo el 31 por 100 del cambio en la renta nominal viene explicado por las variaciones del *stock* de dinero.

Como señala con agudeza Tobin, el problema de fondo es distinguir con precisión entre tres tipos de afirmaciones: el dinero no importa, el dinero importa

mucho y el dinero es lo único que importa. El trabajo de FS aporta mucha evidencia en soporte de la segunda afirmación, pero se utiliza para justificar desde el punto de vista de política económica la tercera. Pese a la dureza de los comentarios Tobin acaba señalando que “Este es uno de los escasos libros que dejan huella en toda investigación futura sobre la materia” (Tobin, 1965b: p. 485). Un tono muy alejado de las ríspidas y escasas respuestas de Friedman a Tobin como veremos enseguida.

Como es sabido, una proposición central para Friedman es que la oferta monetaria determina las variaciones de la renta nominal. Como en otras proposiciones monetaristas la fundamentación teórica es escasa, lo que las convierte en intuiciones cuyo mayor o menor acierto solo puede determinarse empíricamente. Y Friedman se ocupó profusamente del tema: utilizó regresiones uniecuacionales (Friedman, 1957), presentó un modelo de demanda de dinero basado en la renta permanente (FS, 1963a) y analizó los desfases cíclicos entre variaciones de la oferta monetaria y de la renta nominal (FS, 1963b). En un trabajo conjunto (Tobin y Swan, 1969) y posteriormente Tobin (Tobin, 1970b) realizaron una crítica muy potente de los análisis empíricos de Friedman.

En primer lugar, Tobin y Swan hicieron estimaciones con series anuales y trimestrales para el periodo 1951-1966 en los EE. UU. y encontraron que, frente a un valor muy elevado de la elasticidad de la demanda de dinero respecto a la renta permanente de 1,8 estimado por Friedman (Friedman, 1963), ellos obtenían valores de 1,23 con series anuales y 1,04 con datos trimestrales. Las diferencias se deben en parte al distinto periodo analizado, pero sobre todo emergen dudas sobre el sentido de una elasticidad media a lo largo de un siglo en que se han producido cambios estructurales radicales en el sistema financiero, en el abanico de activos sustitutos próximos del dinero y en el sistema económico en general. Lo cierto es que si se discute sobre la política monetaria más adecuada para los EE. UU. en la década de 1960 y 1970 –que es sobre lo que se discutía– las estimaciones con datos 1951-1966 son mucho más pertinentes que las realizadas para 1867-1960. Pero, además, una alta elasticidad de la demanda de dinero respecto a la renta permanente es esencial para sostener la posición monetarista sobre la eficacia de la política monetaria, para lo que 1,8 es un fuerte respaldo, pero 1,23 o 1,04 es muy débil.

Por otra parte, un bajo peso de la información actual, del propio periodo, en el valor de las variables permanentes es esencial para que las fluctuaciones a corto plazo de la renta sean más amplias que las de la oferta monetaria que las provocan. Friedman, como ya se ha señalado, nunca encuentra valores menores de un tercio de peso del dato actual y, en algunas estimaciones se da el contrasentido de que este valor incluso supera la unidad. El resumen, las variables permanentes de Friedman no pasan de ser medias móviles de 2-5 años con un alto peso del dato

actual, lo que hace de su modelo no uno de “renta permanente” sino de “renta adaptativa” que incorpora muy poca información previa, muy poco aprendizaje de los agentes. Esta vacuidad de las variables permanentes se agudiza aún más en el análisis de Friedman sobre la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés donde los resultados deseados –una baja elasticidad– se obtienen para valores ‘permanentes’ en que el peso del dato del propio periodo es cercano a la unidad (Friedman, 1959).

El resultado si cabe más definitivo se deriva de la realización de test de predicción de los cambios trimestrales y anuales de la renta nominal entre 1959 y 1968, en los que predice mejor suponer que el dato de último año o trimestre se repite y si se relaja la exigencia de que la renta nominal se ajusta para generar demanda para todo el aumento de oferta monetaria, el multiplicador monetario se reduce mucho, lo que requiere para dar validez a la explicación FS que las variaciones a corto plazo de la oferta monetaria provoquen cambios importantes en la velocidad de circulación, concluyendo que “La evidencia no soporta que existe una relación directa y simple entre renta y dinero [...]. La hipótesis de renta permanente es una racionalización teórica de ciertos fenómenos cuantitativos de las fluctuaciones observadas de renta y dinero. Pero no se adapta nada bien a los datos de posguerra y nuestros resultados no proporcionan razón alguna para preferir el modelo FS a una interpretación keynesiana basada en el tipo de interés de las fluctuaciones a corto plazo de la demanda de dinero” (Tobin y Swan, 1969: p. 294).

En un trabajo posterior (Tobin, 1970b) volvió a ocuparse de la hipótesis de Friedman de que las variaciones en la oferta monetaria son la causa principal de las modificaciones de la renta nominal. FS en su artículo de 1963 habían sostenido que la sincronización de adelantos y retrasos en las variaciones de los agregados monetarios, así como la coincidencia de los puntos de inflexión, implicaban relaciones de causalidad entre ambas variables y que su modelo demostraba que éstas iban de la cantidad de dinero (causa) a las variables agregadas nominales (efecto). Y también que solo un modelo monetarista era capaz de proporcionar esta explicación. Aparte señalar la falacia lógica que supone el “post hoc, ergo hoc” (“después de, luego a causa de”, tema del que ya se había ocupado en Brainard y Tobin, 1968) Tobin formuló lo que denominó un “modelo ultrakeynesiano” y analizó la evolución de ambas variables en el mismo.

El modelo considera que los cambios en la cantidad de dinero son pasivos y simplemente se adaptan a las modificaciones en los ingresos vía multiplicador con una inversión (y gasto público) autónoma que, por tanto, no depende del tipo de interés. Tobin se cuidó de señalar que no creía en este modelo más que en el de FS, pero el resultado del ejercicio es que el modelo ultrakeynesiano explica todos los desfases temporales y sincronizaciones detectadas por el modelo FS y, además, es

capaz de señalar patrones cíclicos que Friedman identifica empíricamente pero su modelo no explica. Por tanto, el enfoque monetarista no es la única forma posible de explicar la evidencia observada, no prueba relación de causalidad alguna y no es capaz de explicar otros fenómenos monetarios que sí resultan compatibles con un modelo de raíz keynesiana tan simple y burdo que nadie le daría credibilidad alguna. En palabras de Tobin: “El ‘marco teórico’ de Friedman no proporciona al monetarismo, tanto en sus proposiciones a corto como a largo plazo, un soporte teórico sólido” (Tobin, 1972a: p. 88).

Un ejemplo más de las frecuentes inconsistencias empíricas del monetarismo friedmanita aparece en el trabajo sobre la formulación del marco teórico de la política monetaria (Friedman, 1971). Como señaló Tobin (Tobin, 1972a), Friedman supone en su análisis que el tipo de interés real es constante, es decir, que el tipo nominal varía exactamente lo que la tasa de inflación para lograr el resultado de que el dinero carece de efectos a largo plazo, pero empíricamente es contradictorio con los hechos suponer que el tipo de interés real haya sido constante y, además, en caso de que lo fuera, la política fiscal sería muy efectiva, en contradicción con la postura monetarista.

Cabe señalar un último punto de desacuerdo entre los enfoques de ambos autores, el relativo a las relaciones entre salarios, inflación y desempleo, centrado en torno a la curva de Phillips. Como es bien sabido, la crítica a que ha sido sometida la curva de Phillips por el monetarismo concluye que la relación decreciente entre inflación y desempleo no existe a largo plazo y que la curva se convierte en una vertical al eje en que se mide el paro para un valor de este bautizado como tasa natural de paro por Friedman y Phelps o, con el acrónimo inglés, *NAIRU* (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) por Modigliani y Papademos. En un trabajo bien conocido (Tobin, 1972b) criticó el concepto de tasa natural de paro argumentando que una economía con dicho nivel de desempleo podía encontrarse en situación ineficiente al ser la productividad marginal del trabajo mayor que el valor marginal del ocio. Asimismo propuso lo que dio en llamarse teoría del macroequilibrio estocástico, en la que la existencia de mercados de trabajo heterogéneos sometidos a *shocks* distintos da lugar a que los desequilibrios de cada mercado sean distintos, y si los componentes de desequilibrio de los ajustes salariales son sensibles a los excesos de demanda, la tasa natural de paro resulta compatible con la existencia de paro involuntario.

De nuevo en este tema el grupo de Yale dio otra muestra de sentido común: consideraron que la relación de sustituibilidad paro-inflación era sólida a corto plazo solo para niveles de desempleo superiores al 4 por 100 y que se iba desvaneciendo a medida que pasaba el tiempo, aunque no desapareciera totalmente.

Pero lo relevante, desde el punto de vista de la política de estabilización, era si esta relación existía en el plazo de aplicación de dicha política y, si era así, tenía sentido que el gobierno implementara medidas expansivas que, al coste de cierta inflación, mejoraran el nivel de desempleo y aumentaran el crecimiento. En último extremo, se trataba en cada caso de comparar los costes de una mayor inflación con los beneficios, económicos en términos de crecimiento y sociales en términos de la menor pobreza y desigualdad, derivados de un menor paro.

Friedman contestó solo en dos ocasiones a las numerosas críticas de Tobin: la primera (Friedman, 1970a) porque la crítica (Tobin, 1970b) era demoledora e incluso afectaba a la conculcación de reglas metodológicas defendidas por el de Chicago; la segunda (Friedman, 1972) porque estaba obligado a responder los comentarios de cinco autores (Brunner, Metzler, Tobin, Davidson y Patinkin) en un simposio organizado por el *Journal of Political Economy* sobre el marco teórico de su análisis.

La réplica de 1970 consiste en negar que él sostuviera que las variaciones en la cantidad de dinero son la causa principal de las variaciones de la renta monetaria (\dot{y}) y señalar, sin aportar datos, que existe mucha evidencia de la influencia del dinero sobre la actividad económica. Al mismo tiempo indica que el modelo ultrakeynesiano formulado por Tobin no es keynesiano por la formulación de la demanda de dinero y el friedmanita tampoco lo es. La discusión es técnicamente muy compleja y su simple descripción requeriría varias páginas³ pero, aunque el modelo presentado por Tobin como ultrakeynesiano no lo fuera, ello no invalida el hecho de que un modelo no monetarista proporciona una explicación más completa de la evidencia empírica detectada en EE. UU. que el utilizado por FS en su historia monetaria del país. Pero es que, además, Friedman reconoce que la existencia de desfases temporales no implica causalidad entre variables, que las observaciones de estos desfases no son evidencia decisiva para confirmar su hipótesis pero su inconsistencia sí, que su teoría de la renta permanente de la demanda de dinero no proporciona las relaciones temporales defendidas entre dinero y actividad y que el comportamiento procíclico de la velocidad de circulación del dinero no es consistente con la evidencia, es decir, los puntos cruciales de la crítica de Tobin. Y no puede evitar un tono indignado al referirse a las abundantes críticas que reciben sus posiciones: “Estoy tan felizmente bendecido por las críticas que me he visto obligado a adoptar la regla general de no contestarlas. Incluso los últimos desarrollos científicos no me han

³ La ecuación de demanda de dinero bajo discusión es la (7) (Tobin, 1972b): $M = a_0(r)[D + \alpha K] + a_1 Y$, donde $da_0(r)/dr < 0$, r es el rendimiento de los bonos públicos, D la deuda pública, K el *stock* de capital y α el cociente entre deuda pública en manos del sistema bancario y el *stock* de capital. El primer sumando es la demanda de dinero como activo y el segundo la demanda por motivo transacción. No cabe decir que no es “keynesiana”, otra cosa es que Friedman no esté de acuerdo con los supuestos que en la discusión hace Tobin sobre la determinación del tipo de interés y la dinámica de la oferta monetaria.

enseñado como estirar mis días hasta las ochenta horas mientras los de los demás tienen veinticuatro” (Friedman, 1970: pp. 326-327).

La réplica en el simposio de 1972 se ocupa de cuatro temas. El primero, para Friedman el principal, es si el hecho distintivo entre monetaristas y poskeynesianos es la verticalidad o el decrecimiento de la curva LM (como sostenía Tobin) o no. La discusión la hace en términos del modelo simplificado Hicks-Hansen para sostener que la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés es irrelevante para la teoría y política monetarias, como ya había defendido con anterioridad (Friedman, 1966) y, a partir de ahí se embarca en una detallada discusión de dos columnas suyas en *Newsweek*, lo que anula el contenido analítico de la discusión cuyo objetivo era el marco teórico del análisis de Friedman. El segundo tema se titula “La interpretación de Tobin a mis palabras” sosteniendo que si se ampliaran las citas que utiliza Tobin sobre sus posiciones se comprobaría que él no mantenía dichas posiciones con la rigidez que señala el de Yale. Y achaca esta dificultad para entenderse –tercer tema– a que su enfoque es marshalliano mientras que el de Tobin es walrasiano. No está claro que quería indicar Friedman con esta afirmación, pero fuera lo que fuese, siempre que se pueda es mejor trabajar en el ámbito del equilibrio general que del parcial porque todas las variables económicas están interconectadas, máxime al nivel de grandes agregados. Por último, en la discusión sobre si lo esencial en los efectos de un aumento de la cantidad de dinero son los efectos de primera ronda (Tobin) o los totales (Friedman) sostiene que se trata de un problema empírico, no teórico. Pero esto no es más que una forma de reconocer que su modelo no permite explicar este tema.

En suma, la réplica de 1972 es una muestra de la opinión de Tobin, manifestada dos años antes, de que Friedman trataba de “evadir con sutilezas verbales la responsabilidad y el crédito de las proposiciones del ‘monetarismo’ asociadas a su nombre” (Tobin, 1970a: p. 329).

Pero, para terminar, tampoco las recomendaciones de política económica del monetarismo y de Friedman pueden calificarse de exitosas. La principal, a saber, que el control de la masa monetaria era la única política de estabilización útil ya que dicha masa determinaba las variables nominales agregadas se demostró falsa en su propio país. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra actuaron definiendo metas cuantitativas para las reservas bancarias desde 1974 y formalmente desde 1979, abandonándolas en 1982 y legalmente en 1984 cuando el paro alcanzaba el 10 por 100 en EE. UU. Las recetas monetaristas fueron progresivamente abandonadas y las predicciones de Friedman para la década de 1980 fueron erróneas. Pero, de nuevo, el análisis crítico de este aspecto (Tobin, 1981: pp. 29-33) no mereció respuesta alguna de Friedman, aunque reconociera que “el control de la masa monetaria

como un objetivo en sí mismo no ha sido un éxito. Hoy día ya no creo en ello como lo hice alguna vez” (citado por Martin Wolf en su columna el 8/12/2020) tan tardíamente como 1993 en una entrevista concedida al *Financial Times*, cuando ya hacia una década que nadie defendía dicha posición. Por no hablar de otras propuestas como el bono educativo, el abandono de salarios mínimos y seguros sociales, la negación de políticas que tuvieran en cuenta factores ecológicos o la eliminación de la Administración de Alimentos y Medicamentos, no resultantes de un análisis teórico y empírico sino de defensa *a priori* de posiciones ultraconservadoras y que hoy día no defiende casi ningún economista competente.

4. CONCLUSIONES Y VALORACIÓN

Un punto que me parece especialmente relevante, y avanzado en su tiempo, de la forma de trabajar de los economistas de Yale se comentó en el epígrafe primero: el camino de la investigación aplicada en macroeconomía, es decir, de la investigación que genera recomendaciones de política económica: *empieza* en los datos, *sigue* con la formulación y solución de un modelo, cuyas hipótesis son coherentes con el análisis previo de la evidencia, y *vuelve* a la evidencia empírica para comprobar o no su validez.

Sin embargo, desde mediados de la década de 1970 y hasta mediada la crisis iniciada en 2008, el paradigma macroeconómico dominante se ha construido empujando con un modelo abstracto y luego se ha ido a los datos. El caso del monetarismo es paradigmático de esta forma de trabajar. La teoría de la renta permanente —que es la dovela teórica de su construcción analítica— cuenta, como demostraron los de Yale, con un soporte empírico extremadamente débil con lo que su trabajo empírico está plagado de explicaciones, con frecuencia ingeniosas pero insuficientes, de las numerosas evidencias de casos o fenómenos que la teoría no puede explicar. Lo mismo podría decirse de la llamada hipótesis de expectativas racionales, cuya contrastación ha dado resultados masivamente negativos y cuya “solución” fue su conversión en un axioma, pero esta es otra historia.

Este aspecto me parece especialmente relevante en la actualidad en que se dispone de una riqueza de datos inimaginable hace pocas décadas: millones de datos diarios de transacciones financieras en tiempo real, información administrativa sobre las vidas laborales completas de cientos de millones de trabajadores, numerosos paneles de gran tamaño y un largo etcétera. Y también se dispone de una capacidad de tratamiento informático que permite aplicar técnicas de análisis de datos a esa ingente cantidad de información para formular hipótesis que, al menos, no contradigan la evidencia. El rigor formal que ha alcanzado el análisis económico en el s. XX no debe perderse, pero sería bueno mejorar el rigor empírico,

no de métodos de las técnicas de estimación, rigurosas desde el principio, sino de utilización de la información.

Otro aspecto a destacar en estas conclusiones creo que es la flexibilidad del enfoque teórico y el equilibrio de las recomendaciones de política económica del grupo de Yale. Nunca negaron, por ejemplo, que la relación inflación-paro se iba debilitando con el paso del tiempo, ni la importancia del dinero, ni que existiera *crowding out*. Lo que defendieron fue que si existía relación inflación-paro en el plazo adecuado para instrumentar medidas estabilizadoras tenía sentido hacerlo, aunque sus efectos se debilitaran con el paso del tiempo; que el dinero era muy importante, pero no lo único importante y que el *crowding out* al cien por cien era extremadamente improbable.

En todo caso es indudable el triunfo de la nueva ortodoxia monetarista frente al keynesianismo más tradicional a partir de la década de 1970. Como señaló con agudeza Harry Johnson en su discurso presidencial de la American Economic Association de 1971 (Johnson, 1971), se daban todas las circunstancias presentes en los cambios de paradigma —la ciencia normal kuhniana— en economía: una ortodoxia previa vulnerable considerada responsable de los fallos de sus políticas tras dos décadas de éxitos, nuevas conclusiones socialmente relevantes obtenidas por profesionales reputados y, desde el punto de vista académico, un gran interés de los jóvenes investigadores punteros por el cambio en el campo de investigación principal y la aparición de mucho trabajo aplicado para los académicos buenos aunque no excelentes. Y desde el punto de vista político, el giro conservador de los electorados anglosajones, que contagió a otros, supuso un campo de cultivo muy apropiado para la ascensión del nuevo paradigma desregulador, privatizador y liberalizador, cuyo ejemplo más nítido es el Consenso de Washington. Este tipo de proceso es similar al que se vivió en el triunfo de Keynes sobre la vieja ortodoxia clásica en la década de 1930 y a lo que ha vuelto a suceder con el monetarismo y la nueva economía clásica a raíz de la crisis iniciada en 2008.

El resultado principal de todo el debate analizado desde el punto de vista de la política macroeconómica parece, en la tercera década del siglo XXI, bastante claro. Cuando una economía entra en crisis o en recesión sostener, como hacen monetaristas y nuevos clásicos, que el sector público lo único que debe hacer es seguir reglas monetarias y fiscales prefijadas porque cualquier discrecionalidad no tiene efectos duraderos positivos e impone hipotecas a la recuperación a largo plazo indica, en palabras de Tobin que “El monetarismo convierte condiciones de equilibrio a largo plazo en recomendaciones de política a corto plazo” (Tobin, 1976b: p. 95).

El comportamiento de los bancos centrales en las recientes crisis es un buen ejemplo. La ortodoxia de la nueva economía, cuyo paradigma es el Banco Central

Europeo (BCE), triunfó en su creación en su versión más radical y, aparte aspectos positivos como la independencia, insistió en que el único objetivo de un banco central era la inflación y la estabilidad monetaria de forma que su política debía guiarse esencialmente por el comportamiento de los precios con independencia de otras variables como el empleo, la producción, etc. En segundo lugar, la utilización de esquemas rígidos de intervención en los mercados basados en el control de un objetivo instrumental concreto: el tipo de interés a corto plazo. Afortunadamente, en la crisis iniciada en 2008 y en la actual del coronavirus los bancos centrales han flexibilizado sensiblemente sus pautas de actuación: proveyeron masivamente de liquidez al inicio de la crisis, instrumentaron una política de *quantitative easing* por la que adquirieron deuda pública y privada y otros títulos en los mercados secundarios, con lo que expandieron en cuantía nunca vista el tamaño de sus balances contribuyendo al reducido nivel de los tipos a medio y largo plazo. Los peligros inflacionarios derivados de este aumento de la cantidad de dinero se han mostrado nulos hasta el momento, aunque la inflación antes o después repuntará. En todo caso muchas actividades se han salvado por este proceder, aunque esto pueda terminar planteando problemas a largo plazo. Y si la crisis reviste la gravedad de la actual pandemia, son necesarios programas excepcionales cuyo objetivo a corto plazo es reponer rentas de las familias y empresas que se han perdido, aunque ello aumente el déficit público.

Expresado en otros términos, cuando las condiciones son de crisis es esencial instrumentar políticas de estabilización monetarias y fiscales: en el corto y medio plazo, el mundo es keynesiano y las políticas macroeconómicas adecuadas presentan grados relevantes de discrecionalidad. Y a largo plazo se deben restaurar los equilibrios básicos y aplicar políticas de oferta: el mundo es neoclásico y resulta necesario corregir desequilibrios, las políticas agregadas deben ser más regladas, con frecuencia son necesarias políticas de oferta y resulta preciso corregir desequilibrios acumulados durante la crisis. Este fue el mensaje central del grupo de Yale. Y eso es lo que tiene sentido considerar como *síntesis neoclásico-keynesiana* y no el modelo IS-LM. Este modelo es una habilidosa y didáctica representación sintética y gráfica del keynesianismo simple. A este se le puede añadir el sector exterior –el modelo IS-LM-BP– y analizar junto a políticas monetaria y fiscal también la cambiaria (con tipos fijos o libres y con mayor o menor movilidad del capital), lo que permite discutir alguna de las diferencias entre neoclásicos y keynesianos en términos de la inclinación de las curvas y, seguramente, explica su popularidad⁴, pero no “sintetiza” ambos enfoques, sino que interpreta sus diferencias, tal y como se deduce del propio título del artículo seminal de Hicks de 1937. La síntesis es más

⁴ Quien esté libre de pecado que tire la primera piedra. No seré yo, que en los años en que impartí clases de macroeconomía (1967-1970) explicaba el modelo IS-LM-BP sin preocuparme de si era o no una síntesis, porque era una buena forma de explicar el estado de la macroeconomía en la época.

bien la señalada en la cita de Yellen al comienzo de este artículo: keynesianismo en la política de estabilización y neoclasicismo en la política de crecimiento. Y esta es la herencia del grupo de Yale y de Tobin que, tras unas décadas de olvido, ha renacido de la mano de las recientes crisis.

Por último, en un ambiente cargado de agresividad académica y política por parte de la nueva ortodoxia, los de Yale mantuvieron siempre un tono respetuoso en sus críticas académicas por severas que fueran⁵.

“Paul Samuelson calificó a Tobin como ‘el principal macroeconomista de nuestra generación’ y Samuelson debía saberlo” (Solow, 2004, p. 402). Aun descontando el componente de la pulla implícita a Friedman que la opinión supone, parece acertada.

En todas las disputas analíticas que mantuvieron (hipótesis de la renta y consumo permanentes, elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés, política de estabilización, efectos de las variaciones de la cantidad de dinero sobre la renta nominal, causas de las variaciones de la velocidad de circulación del dinero) la posición teórica de Tobin fue más sólida y el trabajo empírico mucho más consistente y preciso. Es significativo que Friedman, gran polemista, solo contestara en dos ocasiones a los argumentos críticos de Tobin y que cuando abandonó una explicación y la sustituyó por otra (v.gr: cuando en el tema de la eficacia de la política macroeconómica monetaria y fiscal dejó de defender la insensibilidad de la curva LM respecto al tipo de interés y pasó a argumentar en términos de *crowding out*) no reconociera los fallos o al menos las limitaciones de su posición anterior. Esto señala su talla como polemista (con Samuelson) de cara al público no especializado de los medios y las debilidades teóricas y empíricas de sus posiciones.

Es posible que ello se deba a que Friedman buscaba un imposible: una explicación que sirviera para cualquier economía, en cualquier punto cíclico y con validez atemporal, es decir, algo que no existe. Por ejemplo, en su historia monetaria de los EE. UU. trató de explicar con el mismo modelo casi un siglo (1867-1960) y sostuvo, como hemos visto erróneamente, que solo su enfoque permitía explicar los fenómenos cuantitativos observados en dicho periodo. O sus afirmaciones sin matices de que “la responsabilidad social de las empresas es hacer beneficios” (Friedman, 1970c: p. 17) o de que “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario” (Friedman, 1970b: p. 11). Su papel como cruzado de un peculiar tipo de ultraliberalismo que sostiene que el mercado, la propiedad privada sin limitación alguna, la libertad individual y la democracia son la misma cosa, pesó considerablemente

⁵ Ver, por ejemplo, el comentario en *The Economist* que hizo Tobin a requerimiento de la revista con motivo de la concesión del Premio Nobel a Friedman (Tobin, 1976b).

más en su trabajo que los fundamentos teóricos y empíricos sólidos. Quizá por ello en los ambientes académicos trataba de ponerse de perfil ante las afirmaciones monetaristas más radicales que, sin embargo, defendía y publicitaba sin ambages en las columnas de *Newsweek* o en entrevistas a los medios.

El lector podrá preguntarse sorprendido que, si todo lo anterior es cierto, ¿cómo es posible que Friedman haya sido un economista más conocido e influyente que Tobin?⁶ Sí entre el gran público, no entre los académicos e investigadores en las décadas de 1950 y 1960. Aquí, y a partir de la década de 1970, entran factores como la ideología, el triunfo de los gobiernos conservadores iniciados en el mundo anglosajón, los intereses económicos o los complementos de salario de los profesores universitarios dependiendo de qué posiciones defiendan en materia de política económica. Por cerrar el artículo con palabras de su protagonista: “Distintas recomendaciones políticas monetaristas provienen menos de hallazgos teóricos o incluso empíricos que de distintos juicios de valor. Las preferencias reveladas consistentemente en esas recomendaciones persiguen minimizar el sector público y pagar un alto coste en términos de desempleo para estabilizar los precios. Quizá en la próxima conferencia deberíamos discutir estos problemas básicos” (Tobin, 1976a: p. 336).

BIBLIOGRAFÍA

BLINDER, A. (2021). BPEA on Monetary Policy over 50 Years. BPEA, Conference Draft, Spring.

BRAINARD, W. C. y TOBIN, J. (1968). Pitfalls in Financial Model Building. *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, 58(2), pp. 99-122.

COWLES FOUNDATION (1991). *Cowles Fiftieth Anniversary*, ensayos de K. J. ARROW, G. DEBREU, E. MALINVAUD y R. SOLOW.

FISHER, I. (1926). A Statistical Relation between Unemployment and Prices Changes. *International Labour Review*, 13(6), pp. 785-792. Reimpreso como “I Discovered the Phillips Curve: “A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes”. *Journal of Political Economy*, 1973, 81(2, Part 1), pp. 496-502.

FRIEDMAN, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton: NBER, Princeton University Press.

FRIEDMAN, M. (1959). The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results. *Journal of Political Economy*, 67(4), pp. 327-351.

⁶ Aunque este no es un caso único, por ejemplo Joan Robinson ganó la batalla teórica en la controversia sobre la teoría del capital (funciones de producción con capital agregado) al Cambridge estadounidense, pero perdió la guerra.

FRIEDMAN, M. (1966). Interest Rate and the Demand for Money. *Journal of Law and Economics*, 9, pp. 71-85.

FRIEDMAN, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58(1), pp. 1-17.

FRIEDMAN, M. (1970a). Comment on Tobin. *Quarterly Journal of Economics*, 84(2), pp. 318-327.

FRIEDMAN, M. (1970b). The Counter-Revolution in Monetary Theory. *Occasional Paper*, 33. Institute of Economic Affairs.

FRIEDMAN, M. (1970c). The Social Responsibility of Business is to Increase Profits. *The New York Times*, 13 septiembre, p. 17.

FRIEDMAN, M. (1971). A Theoretical Framework for Monetary Policy. Reimpreso en R. J. GORDON (editor), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate and His Critics* (pp. 1-62). Chicago: University of Chicago Press.

FRIEDMAN, M. (1972). Comment on the Critics. *Journal of Political Economy*, 80(5), pp. 906-950.

FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A. J. (1963a). *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.

FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A. J. (1963b). Money and Business Cycle. *Review of Economics and Statistics*, Suppl. pp. 32-64.

GORDON, R. J. (2021). Productivity and Growth over the Years at BPEA. *BPEA Conference Draft*, Spring.

HALL, R. E. (2021). The Brookings Panel's Contributions to Research on Labor Markets. *BPEA, Conference Draft*, Spring.

HELLER, W. W., GORDON, K. y TOBIN, J. (1963). Policies for Maximun Employment and Production y Price Behavior in a Free and Growing Economy. En: J. W. MARKHAM (editor), *The American Economy*, (pp. 168-202 y 203-214). Brazillier.

HICKS, J. R. (1937). Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5(2), pp. 147-159.

JOHNSON, H. (1971). The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution. *American Economic Review*, 61(2), pp. 1-14.

NORDHAUS, W. y TOBIN, J. (1972). Is Growth Obsolete? *Economic Growth, Fifteenth Anniversary Colloquium*, (pp. 1-80). New York y London: Columbia University Press.

OKUN, A. M. (1962). Potential GNP: its Measurement and Significance, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association, (pp. 98-103).

Washington: ASA. Reimpreso en A. Pechman (editor), *Economics for Policy Making, Selected Essays of Arthur M. Okun* (pp. 145-158). Cambridge: Cambridge University Press.

OKUN, A. M. (1981). *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis*, Washington D. C.: The Brookings Institution.

PHILLIPS, A. W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage-Rates in the United Kingdom 1861-1957. *Economica*, 25(100), pp. 283-299.

SAMUELSON, P. A. y SOLOW, R. (1960). Analytical Aspects of Anti-Inflationary Policy. *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, 50(2), pp. 177-194.

SCHILLER, R. J. (1989). *Market Volatility*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

SEGURA, J. (2020). James Tobin (Champaign, Indiana, 5-3-1918-New Haven, Connecticut, 3-3-2002. En: J. SEGURA (editor) (pp. XXIII-LVIII). *Escritos Escogidos de James Tobin*. Madrid: Fundación del ICO, Thompson Reuters.

SOLOW, R. M. (2004). James Tobin. *Proceedings of the American Philosophical Society*, 148(3), pp. 399-404.

SOLOW, R. M., TOBIN, J., VON WEIZSÄCKER, J. C. y YAARI, M. (1966). Neoclassical Growth with Fixed Factors Proportions. *Review of Economic Studies*, 33(2), pp. 79-115. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 185-206.

TOBIN, J. (1947). Liquidity Preference and Monetary Policy. *Review of Economics and Statistics*, 29(2), pp. 124-131. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 27-42.

TOBIN, J. (1951). Relative Income, Absolute Income and Saving. *Money, Trade and Economic Growth (Essays in Honor of John Henry Williams)*. New York: Macmillan.

TOBIN, J. (1955). A Dynamic Aggregative Model. *Journal of Political Economy*, 63(2), pp. 103-115. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 165-184.

TOBIN, J. (1956). The Interest Elasticity of Transactions for Demand Cash. *Review of Economics and Statistics*, 38(3), pp. 241-247. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 3-17.

TOBIN, J. (1958a). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *Review of Economic Studies*, 25(2), pp. 65-86. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 43-73.

TOBIN, J. (1958b). Milton Friedman's Theory of the Consumption Function. *Consumer Behavior*, editor L. H. Clark. New York: Harper.

TOBIN, J. (1965a). Money and Economic Growth. *Econometrica*, 33(4), pp. 671-684. Traducido al español en Tobin (2020), pp. 207-224.

TOBIN, J. (1965). The Monetary Interpretation of History (A Review Article). *American Economic Review*, 55(3), pp. 464-485.

TOBIN, J. (1970a). Rejoinder. *Quarterly Journal of Economics*, 84(2), pp. 328-29.

TOBIN, J. (1970b). Money and Income: Post Hoc Ergo Hoc? *Quarterly Journal of Economics*, 84(2), pp. 301-317. Traducido al español en Tobin (2020).

TOBIN, J. (1972a). Friedman's Theoretical Framework. *Journal of Political Economy*, 80(5), pp. 852-863. "Postcript" añadido para su publicación en R. J. GORDON (editor), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate and His Critics*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 77-89.

TOBIN, J. (1972b). Inflation and Unemployment. *American Economic Review*, 62(1/2), pp. 1-18.

TOBIN, J. (1974). *The New Economics One Decade Later*, Janeway Lecture de 1972. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

TOBIN, J. (1976a). Reply: Is Friedman a Monetarist?, apéndice a Tobin y Buiter (1976).

TOBIN, J. (1976b). The Nobel Milton. *The Economist*, 23 octubre, pp. 94-95.

TOBIN, J. (1981). The Monetary Counter-Revolution: Today: An Appraisal. *Economic Journal*, 91(361), pp. 29-42.

TOBIN, J. (2020). *James Tobin: Escritos escogidos*, editor J. SEGURA. Fundación del ICO, Thomson Reuters.

TOBIN, J. y BUITER, W. (1976). Long Run Effects of Fiscal and Monetary Policies on Aggregate Demand. En J. L. Stein (editor), *Monetarism: Studies in Monetary Economics*, vol. 1 (pp. 274-336). Amsterdam: North Holland.

TOBIN, J. y SWAN, C. (1969). Money and Permanent Income: Some Empirical Tests. *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, 59(2), pp. 285-95.

YELLEN, J. (2003). *World Finance and Economic Stability. Selected Essays of James Tobin*. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.