

***Monetary Economics: An Integrated Approach  
to Credit, Money, Income, Production and Wealth***

W. Godley y M. Lavoie  
Nueva York, Palgrave-Macmillan, 2007, pp. 576, ISBN 0-230-50055-2

JUAN ALBERTO VÁZQUEZ MUÑOZ\*

En años recientes los bancos centrales de casi todo el mundo han adoptado una política monetaria de objetivo de inflación ( $\pi$ ), cuyo instrumento de ajuste es la tasa de interés, a fin de disminuir y estabilizar la inflación. Este proceso se ha acompañado por la usual recomendación de disciplina fiscal, es decir, equilibrio en las finanzas públicas.

Si bien es cierto que se puede decir que a escala mundial se ha logrado el éxito en cuanto a la disminución y la estabilización de la tasa de inflación, también es verdad que existe el debate acerca de si las políticas monetaria y fiscal contractivas llevadas a cabo para su consecución han causado la disminución en el ritmo de actividad económica y la elevación de las tasas de desempleo en algunas economías de América Latina y de Europa oriental. Cabe mencionar aquí que economías como la de Estados Unidos no han seguido al pie de la letra lo referente a la consecución de un superávit fiscal y más bien han seguido una política fiscal contracíclica. Por otro lado, la Reserva Federal de Estados Unidos tampoco ha adoptado, al menos de manera explícita, la política monetaria de  $\pi$ .

---

\* Profesor-Investigador de la Facultad de Economía de la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla (BUAP) <valberto@eco.buap.mx>.

En efecto ¿cómo justificar las recomendaciones en cuanto a la eliminación del déficit fiscal y el uso de la tasa de interés como instrumento de ajuste? De acuerdo con la teoría ortodoxa, el déficit fiscal es negativo para la economía debido a que desplaza a la inversión privada con lo que disminuye la eficiencia productiva y la capacidad de crecimiento. Esto se puede explicar a partir del efecto desplazamiento o a través del Teorema de la Equivalencia Ricardiana desarrollado por Barro (1974). Como se sabe, ambas formas de justificar la supresión del déficit fiscal se fundamentan en la premisa de la existencia de mercados perfectamente competitivos donde el producto y el empleo de la economía se determinan por el lado de la oferta.

En cuanto a la utilización de la tasa de interés como instrumento de ajuste, la explicación resulta ser bastante interesante además de desafiante. Es sabido que de acuerdo con el enfoque ortodoxo de la determinación del producto y del empleo, si los mercados son perfectamente competitivos, entonces de forma simultánea a las acciones de compra-venta se alcanza una situación de equilibrio general y asignación óptima de los recursos. Pero si esto es así, no se deja lugar para que el dinero juegue algún papel, de hecho los activos financieros no tienen cabida. Por tanto, el dinero no tiene un pasivo y, a la luz de la “parábola del helicóptero” de Friedman, podría entenderse que la oferta monetaria se determina de manera exógena y que no afecta a las variables reales de la economía, la política monetaria es neutral (Friedman y Schwartz, 1963; Woodford, 2003).<sup>1</sup> Además, si se introduce al sistema financiero en el modelo neoclásico podemos derivar otro postulado fundamental: el Teorema de la Irrelevancia de la Estructura de Capital (Modigliani y Miller, 1958).

Los misterios que quedan por resolver son: si la oferta monetaria es exógena y la tasa de interés es endógena ¿por qué se supone que el instrumento de ajuste es la tasa de interés? ¿Cómo entendemos el paso de una oferta monetaria exógena a una oferta monetaria endógena?

---

<sup>1</sup> Cabe mencionar aquí que el Nuevo Consenso Macroeconómico, paradigma que sustituyó al monetarismo, basado en la hipótesis de dinero endógeno, sostiene también la neutralidad del dinero (Woodford, 2003).

Godley y Lavoie (2007) dan respuesta a estas interrogantes; también analizan la relación entre la disminución del déficit fiscal y la caída en el ingreso de las economías y relacionan la endogeneidad del dinero con la presencia de restricciones de demanda en la economía. Aquí resulta importante señalar que Desai (1981), a través de un sugerente estudio basado en evidencia empírica, ya había puesto en entredicho la tesis del monetarismo de que es posible disminuir los precios a través del control monetario, explicando que la consecución de ese objetivo se debía más bien a la disminución del gasto de gobierno y la consiguiente caída de la actividad económica. La virtud de Godley y Lavoie (2007) es que proporcionan un marco teórico para entender este resultado.

Lo anterior nos da la pauta para expresar los tres objetivos básicos de Godley y Lavoie (2007): primero, entender el proceso de creación, circulación y destrucción de dinero que acompaña a la creación de riqueza (circuito monetario); segundo, evaluar el vínculo del gasto de gobierno con la creación de dinero y las tasas de interés prevalecientes y, tercero, comprender el carácter endógeno del dinero. Todo esto en el marco de la elaboración de un paradigma heterodoxo alternativo.

El libro de Godley y Lavoie (2007) destaca algunas influencias. En primer término, se señala la influencia recibida de la vieja escuela de Yale y de la poskeynesiana. En cuanto a la primera, fundamentalmente retoma elementos de Tobin (1982): incorporación de las variables *stock* y tiempo, la existencia de varios activos y tasas de retorno, la modelación de operaciones de política monetaria y financiera y la existencia de restricciones presupuestales efectiva y esperada. Referente a la influencia poskeynesiana, se supone que los individuos tienen una “racionalidad razonable” y que conocen la estructura y las instituciones de la economía. Respecto a esto último y en el espíritu de Kalecki se supone la existencia de competencia imperfecta, información imperfecta, formación de precios con base en el *markup* y coeficientes técnicos fijos. Asimismo, se incorpora la relevancia de los siguientes elementos: la distribución del ingreso, la utilización de la capacidad productiva, los beneficios retenidos, los rezagos y el tiempo; finalmente se concibe el largo plazo como una cadena de cambios lentos de situaciones de corto plazo.

Con respecto a las bondades metodológicas incorporadas, podemos señalar como la más importante la elaboración de modelos económicos en el marco de un sistema de cuentas nacionales que no sólo incluye la contabilidad de los flujos reales sino también la de los flujos y *stocks* financieros. Godley y Lavoie (2007) argumentan que si bien muchas economías han corregido el problema de tan sólo tener contabilidad de flujos reales, incorporando como su complemento a la contabilidad de las variaciones y de los *stocks* físicos y financieros, esto no se ha llegado a implementar en la mayoría de los modelos económicos.

El capítulo dos está dedicado a explicar las matrices contables que funcionan como base analítica de los distintos modelos a desarrollar a lo largo del libro. En general, los modelos económicos se enfocan a la determinación del ingreso agregado y del empleo respetando las identidades reales en las soluciones finales, pero no se toma en cuenta que los flujos reales repercuten en las variaciones de los activos físicos y reales. Si este elemento se introduce entonces el análisis permitirá tomar en cuenta el efecto de las decisiones pasadas de los individuos.

A partir del capítulo tres y hasta el doce –con la excepción del ocho– Godley y Lavoie (2007) desarrollan distintos modelos teóricos, procediendo de lo simple a lo complejo, con la característica común de la existencia de desempleo y de una tecnología de coeficientes fijos. En este sentido, los autores intentan enfocar la determinación del producto y el empleo sin suponer como dadas diversas variables, salvo aquellas que se entiende que pueden estar bajo el control del gobierno o las autoridades monetarias, es decir tratan de llevar a cabo un análisis general y no parcial. Así, empezando por el análisis de una economía cerrada y sin bienes de capital, conforme avanzan en su análisis incorporan distintos sectores hasta llegar a una economía abierta con bienes de capital, gobierno, banca central y sistema bancario.

Un primer problema que se aborda es la generación de una deuda pública exponencial cuando se supone que el dinero es externo y que se emite a través del señoreaje, tal como lo sugiere la escuela ortodoxa. En el capítulo tres, Godley y Lavoie (2007) utilizan una función consumo del tipo

Modigliani (1986) en la que se consideran como determinantes al ingreso disponible y a la riqueza acumulada. De su análisis se desprende que, una vez que se supone que los agentes económicos consumen una parte de sus activos, de manera endógena se determina un límite de estado estacionario a la razón deuda/producto interno bruto (PIB) disponible, límite dado por la razón entre la propensión marginal a ahorrar y la propensión marginal a consumir de la riqueza acumulada. De esto se sigue que también el porcentaje de la deuda respecto al PIB tiene un coto. Además se demuestra que, en línea con el resultado anterior, mientras más alto sea el gasto de gobierno en cada período más elevado serán el PIB disponible y el agregado correspondientes al estado estacionario.

En los capítulos tres y cuatro se introduce al Banco Central y se da un primer esbozo de los diferentes efectos a que pueden llevar variaciones en distintas tasas de interés. En efecto, mientras en el capítulo tres se incorporan los valores públicos como medio para financiar al déficit fiscal, en el capítulo cuatro se incluyen, además, los bonos de largo plazo para el mismo fin. Entonces, se supone que el gobierno tiene una fuente adicional de egresos dados por los intereses de los valores y bonos y se demuestra que los incrementos en las tasas de interés de los valores y de los bonos son equivalentes a incrementos del gasto fiscal sostenidos en el tiempo. Por consiguiente, aumentan el PIB agregado y el disponible de largo plazo. La diferencia estriba en que en el caso del aumento de la tasa de interés de los bonos hay un efecto negativo de corto plazo que es resultado de las pérdidas de capital de los propietarios de bonos. Un aspecto adicional y no menos importante que se aborda es que dado que es usual que los gobiernos rechacen tener déficit fiscales crecientes, cuando se afecta a la economía a través de la elevación de la tasa de interés de los bonos y por consiguiente el déficit fiscal aumenta, la reacción del gobierno puede ser la de disminuir su gasto de forma sostenida con lo que el efecto se expande aún al valor de los PIB disponible y agregado de largo plazo, es decir, el sistema entra en un proceso de histéresis.

El caso de una economía abierta con tipo de cambio fijo y sin flujos de capitales privados se presenta en el capítulo seis. De acuerdo con el enfoque

monetario de la balanza de pagos, cuando un Banco Central fija el tipo de cambio la oferta monetaria se vuelve endógena. Esto implica un mecanismo de ajuste espontáneo que equilibra cualquier desajuste en la balanza de pagos a través de variaciones de la tasa de interés. De hecho, esta era una de las virtudes atribuidas al sistema monetario internacional basado en el “patrón oro”. Godley y Lavoie (2007) demuestran que no existe ningún tipo de estabilizador automático endógeno al sistema de cambios fijos. En efecto, suponiendo que hay una relación positiva entre el déficit fiscal y el de la cuenta corriente, el resultado que sigue a un desequilibrio externo es un estado cuasi-estacionario con el PIB disponible y el agregado de largo plazo dados, y con una deuda pública que crece de forma exponencial.<sup>2</sup> Esto es así porque de forma endógena el Banco Central esteriliza la pérdida de sus reservas a través de la emisión de deuda del gobierno para financiar su déficit. Por tanto, la corrección debe ser exógena y no endógena sea a través de la disminución del gasto o del incremento de la tasa de interés. Se apunta aquí que la respuesta de política económica de las autoridades es asimétrica respecto a un déficit y un superávit de cuenta corriente. Más importante aún, se concluye que los ajustes vía gasto conducen a resultados estables mientras que los realizados a través de la tasa de interés comportan respuestas sumamente inestables de las variables económicas.

En el capítulo siete se eliminan dinero externo, gobierno y Banco Central y se introducen dinero interno, sistema bancario y bienes de capital. La oferta monetaria es emitida a través de préstamos a las empresas, las cuales realizan adelantos y pagan mediante depósitos a los trabajadores (creación de dinero), éstos a su vez demandan bienes y servicios a las empresas (circulación del dinero y efecto multiplicador) a cambio de dinero con el que éstas pagan sus créditos (destrucción del dinero). El problema que se aborda es la interacción de los precios de la economía y su consecuente efecto en la distribución del ingreso. Se muestra que la tasa de interés fijada por los bancos afecta de forma negativa al salario real y de manera positiva al *markup*

---

<sup>2</sup> Obsérvese que la deuda pública es interna, salvo cuando las reservas del Banco Central se acaban y por consiguiente resulta necesario pedir prestado al extranjero.

determinado por las empresas. Entonces un aumento de la tasa de interés conduce a una redistribución de los recursos hacia las empresas, esto a su vez disminuye la demanda efectiva y tanto el PIB disponible como el agregado correspondiente al estado estacionario. Con esto, una vez más queda ilustrado el efecto diferenciado que propician las variaciones en distintas tasas de interés.

El capítulo ocho sirve como preámbulo para la elaboración de modelos que reúnan los distintos elementos hasta ahora abordados de forma aislada. La idea central es presentar de una forma teórica y consistente con la contabilidad de flujos reales y variaciones de *stocks*, la manera en que las empresas determinan sus precios, beneficios e inventarios. Este último elemento es de suma relevancia para el desarrollo del análisis final, ya que a partir de este capítulo se supone que la producción de bienes y servicios implica tiempo y puede ser distinta a la demanda. Por consiguiente, la designación de las empresas de su objetivo de inventarios será de suma relevancia para entender dos variables de la economía: la cantidad de préstamos y la demanda efectiva.

Una variable que en la actualidad es muy importante es la tasa de inflación; su estudio se realiza en el capítulo nueve. Se sigue suponiendo una economía cerrada con dinero interno y sistema bancario. Dado que se supone que la oferta monetaria es endógena, entonces se busca un determinante alternativo de la tasa de inflación. Se supone que la tasa de inflación depende de la variación porcentual de los salarios reales demandados, la cual a su vez depende de las variaciones en la productividad y de la tasa de desempleo. De este capítulo se obtienen tres resultados relevantes: las empresas tienen la capacidad de modificar el *markup*, con lo que logran obtener su nivel deseado de ganancias; la inflación no necesariamente se acelera con la disminución de la tasa de desempleo y la inflación puede tener efectos positivos en el PIB disponible y en el agregado de largo plazo, esto debido a que los agentes económicos incrementan su consumo ante las pérdidas de capital asociadas a la inflación.

En el capítulo diez se supone una economía cerrada con dinero externo e interno, Banco Central, sistema bancario y gobierno. Los resultados obtenidos están en línea con los planteamientos generales realizados a lo largo

del libro: primero, se sostiene que las variaciones positivas del gasto de gobierno, las tasas de interés de los valores o bonos públicos y de la propensión marginal al ahorro incrementan el valor del PIB disponible y del agregado correspondiente al estado estacionario. Segundo, variaciones positivas de la tasa de interés bancaria afectan de manera negativa la demanda efectiva y por consiguiente el PIB disponible y el agregado de largo plazo a través de una redistribución del ingreso de los consumidores hacia las empresas. Un resultado adicional es que la tasa de inflación tiene un efecto negativo que contrarresta el incremento en el consumo de los individuos al erosionar la deuda pública y, por tanto, una parte fundamental de la demanda efectiva.

En el capítulo once se supone una economía en constante crecimiento y que por tanto no se arriba de forma espontánea a una situación de estado estacionario. Sin embargo, los resultados expresados en el capítulo diez se mantienen y son utilizados para entender cómo mediante política económica activa se puede arribar al pleno empleo sin problemas de inflación.

Respecto del capítulo doce en el que se vuelve sobre el caso de una economía abierta, vale la pena retomar un pasaje que puede dar lugar a controversia y que a su vez resulta ser de suma relevancia para la política fiscal actual: “Nuestra experiencia con varios regímenes (cambiarior) es que, cualquiera que sea la base institucional, se han alcanzado sistemáticamente algunos resultados cuando se ha adoptado cualquier régimen particular”. Entonces, los problemas de demanda efectiva y su posible solución vía una política fiscal activa pueden no estar en contradicción con el régimen cambiario que las economías deseen mantener.

A manera de conclusión podemos mencionar que este libro desafía la postura actual de política económica que aboga por la eliminación del déficit fiscal y el uso de la tasa de interés como instrumento de ajuste anti-inflacionario.

## REFERENCIAS

- Barro, R., “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, Chicago, The University of Chicago Press, vol. 82 (6), noviembre-diciembre de 1974, pp. 1095-1117.



- Desai, M., *Testing Monetarism*, Londres, Frances Pinter, 1981.
- Friedman, B. y A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963.
- Modigliani, F., "Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations", *American Economic Review*, Estados Unidos, American Economic Association Publications, vol. 76 (3), junio de 1986, pp. 297-313.
- Modigliani, F. y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Estados Unidos, American Economic Association Publications, vol. 48 (3), junio de 1958, pp. 261-297.
- Tobin, J., "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking*, Estados Unidos, Ohio State University Press, vol. 14 (2), mayo de 1982, pp. 171-204.
- Woodford, M., *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press, 2003.