

Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth, W. Godley and M. Lavoie, 2006

POR PABLO BORTZ

Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth, W. Godley and M. Lavoie, Palgrave/Macmillan, 2006, 530 pp.

El objetivo del libro no es nada menor. Reconociendo la existencia de una estructura institucional compleja, que incluye firmas, bancos gobiernos y familias, todas interactuando entre sí, “nuestra aspiración es introducir una nueva forma en que pueda ganarse en entendimiento acerca de cómo funcionan estos muy complicados sistemas *como un todo*” (prefacio, p. xxxiv). No obstante, los autores reconocen que el mismo es apenas un comienzo, que deja todo por jugar, con algunas imperfecciones.

Sin abandonar un estilo explicativo claro y ameno, el libro expone un nuevo método analítico, cuyo origen se remonta cuanto menos a Tobin y Brainard (1968), y que es actualmente conocido en la literatura como Modelos de Consistencia Stock-Flujo (SFC, por su sigla en inglés). La misma deriva de dos grupos, originalmente: el de Tobin en Yale (la llamada “New Haven School” o el “pitfalls approach”), y el otro, en Cambridge (la llamada “New Cambridge School”).

Aunque el tipo de modelización tiene sus limitaciones reconocidas por los autores (muy similares a las enfrentadas por los modelos que postulan un estado estacionario, sea estancado o de crecimiento a una tasa uniforme), a medida que se avanza en la lectura del libro uno llega a convencerse de que es el que permite analizar la mayor cantidad de elementos y complejidades del mundo real, ¡tantas como uno quiera! (con la invaluable e indispensable ayuda de la computadora).

Ya que hemos hablado tanto del método, empecemos a describirlo. Los autores adoptan una clasificación institucional (familias, firmas, bancos, gobierno y banco central). Todos los modelos presentados en el libro empiezan por la matriz de “hoja de balance”, en la que se describen los activos y pasivos de cada uno de los sectores. Una idea que está siempre presente es que el activo de un sector (por ejemplo, los bonos y el dinero de las familias) es el pasivo de otro sector, por lo que cada fila debe sumar cero (salvo en el caso del stock de capital, inventarios y reservas de oro de los bancos centrales). Esto también se refleja en que cada transacción implica una “cuádruple entrada” en la matriz, dos por cada

sector involucrado. En cuanto a las columnas, se agrega al final una fila que representa la riqueza neta de los sectores, con signo contrario al de la diferencia entre los activos y pasivos. A continuación se presenta una matriz con los flujos de transacciones. En ciertas ocasiones se agrega a esta última matriz algunas filas en las que se traza los cambios en la riqueza neta de los sectores, tomando en cuenta las eventuales revaluaciones que puedan sufrir los activos financieros, por ejemplo. La matriz de transacciones es ciertamente la más importante de las dos, “es la columna vertical de la economía monetaria de producción que Keynes y sus seguidores desean describir y modelar” (p. 47), porque es la que une las transacciones reales con sus consecuencias reales y monetarias. Todo esto es presentado de manera clara y precisa en el capítulo 2. Para terminar de construir el modelo, se agregan las hipótesis de comportamiento de los distintos sectores. Dado el sistema de contabilidad que caracteriza el modelo, siempre habrá una ecuación redundante, porque se cumple una “cuasi” Ley de Walras: la ecuación es redundante porque es lógicamente implicada por las anteriores.

A partir del capítulo tres se empiezan a presentar distintos modelos, los primeros siendo bastante simples y luego se va complejizando la economía, introduciendo más sectores, mayor cantidad de activos financieros, abriendo la economía, etc. En un sentido, se puede decir que aplican el método deductivo de Ricardo de aproximaciones sucesivas, aunque no adhieren al método marshalliano de *ceteris paribus*, ya que siempre analizan el sistema completo, y nunca mueven una variable dejando el resto quieto. Los autores afirman que el modelo está basado en tiempo histórico, ya que describen explícitamente los cambios en las variables de stock entre el comienzo y el fin de cada período, a la vez que mencionan y explican lo que sucede en la transición de un estado estacionario a otro cuando es sometido a un cambio en alguno/s de los parámetros. Cabe notar, sin embargo, que este método tiene más que ver con Kaldor (1934) que con lo expuesto por Joan Robinson (1977), aunque en los últimos capítulos, al no postular que se alcance necesariamente un nuevo estado estacionario, se acercan al ideal de ésta última. Por último, cabe mencionar una cuestión en cuanto a los significados de la palabra “equilibrio”. Los autores hablan de equilibrio temporario, cuando la relación entre las variables flujo permanece constante, mientras que el equilibrio estacionario de largo plazo es aquel en el que no sólo la relación entre las variables flujo sino también entre los stocks permanece constante.

Como dijimos el modelo del capítulo tres es bastante simple. Un elemento para destacar que se repite a lo largo del libro es la función de consumo adoptada, del tipo de la propuesta por Modigliani, en el que el consumo depende del ingreso disponible (en muchos casos esperado) y de la riqueza acumulada. Por eso es que en ciertos casos se pueden producir resultados que contradicen los postulados keynesianos, como la paradoja del ahorro.

El capítulo 4 introduce al banco central, introduce las letras del Tesoro y los pagos de intereses, mientras que en el siguiente introduce bonos públicos de largo plazo. Las familias asignan su ahorro entre distintos activos financieros de acuerdo a una elección de portafolio a la Tobin. El modelo incorpora en su

plenitud al dinero. No sólo como medio de pago, ni como reserva de dinero, sino que desarrolla las implicancias de estas funciones, en particular el actuar como amortiguador de los errores en las expectativas de los agentes, por lo que es vital en el mundo de incertidumbre en el que vivimos. Los autores se mantienen en la tradición horizontalista (postulan la habilidad del banco central y del Tesoro -lo que en Argentina sería la Secretaría de Hacienda- de fijar tanto las tasas de corto como las de largo), aunque exploran alternativas no congruentes con esa visión. Entre las implicancias que se desprenden de estos modelos, se puede mencionar el poco control que tiene el gobierno sobre las formas de financiamiento que puede obtener. Asimismo, los déficit gubernamentales, lejos de ser una carga para la economía, pueden ser una condición de crecimiento a largo plazo. Por último, el sistema de contabilidad adoptado y las interrelaciones entre los flujos de los distintos sectores llevan a resultados paradójicos: por ejemplo la tasa de interés ejerce los tradicionales efectos negativos sobre la inversión, pero determina los pagos de servicios de la deuda gubernamental, y en tanto y en cuanto los acreedores sean residentes locales, puede ejercer un efecto positivo sobre la demanda efectiva. También se debe destacar las consideraciones sobre ciertas restricciones enfrentadas por la política fiscal y el endeudamiento gubernamental, de acuerdo a la variedad de alternativas exploradas.

En el capítulo seis se introduce un modelo de economía abierta, en principio dos regiones dentro de un mismo país, y luego siendo dos países diferentes, con sus propias políticas monetarias y fiscales. Todo el tiempo se desprenden conclusiones contrarias a los postulados y recomendaciones típicas neoclásicas, por ejemplo del modelo Mundell Fleming (uno de los objetivos preferidos de los autores): los autores defienden, aún en regímenes de tipo de cambio fijos, la capacidad de un país de imponer las tasas de interés de su preferencia; así como el carácter defensivo de la esterilización. Estas conclusiones, en línea con la visión “cambista” de determinación de tipos de cambio defendidas por los autores, serán repetidas en el capítulo doce, donde se complejiza el modelo de economía abierta, incorporando distintos regímenes cambiarios, y distintas reacciones del banco central y del Tesoro para defender la paridad. En otro sentido, en lo que se refiere a estos modelos, resaltan dos cuestiones: por un lado, un cierto parecido con las ideas de Kalecki (en lo referido al efecto de la balanza de pagos sobre la demanda interna), lo cual no debe sorprender a nadie; por otra parte, los resultados obtenidos guardan una gran similitud con los de Thirlwall y McCombie, entre otros (ver entrevista). Dado que estos modelos cubren buenas partes de la realidad financiera internacional, las implicancias que se derivan de ellos son muy interesantes, por ejemplo en cuanto a la acumulación de reservas del Banco Central (la cual en el modelo, puede ser perfectamente razonable y no tener límites objetivos), y hasta sobre la política de déficit cero de Cavallo!¹.

¹ Frenkel (2007) tiene conclusiones similares aunque matizadas, ya que no cree en la habilidad del BCRA para fijar la tasa de interés.

El libro está acompañado de descripciones de períodos históricos convenientes para ilustrar los resultados. Además cuenta con apéndices o secciones de considerable interés para la economía argentina, por ejemplo en lo que se refiere a la política monetaria durante la convertibilidad.

En los capítulos siguientes van apareciendo complejidades: los bancos, la inversión, las ganancias, las decisiones de fijación de precio (y con ellas la inflación), etc. Se defiende una teoría de la inflación por reclamos conflictivos, de Kalecki y del propio Lavoie. El modelo cuestiona, obviamente, la existencia de una NAIRU, ya que no existe una curva de Phillips vertical (ver entrevista).

A partir del capítulo 10 aparece la artillería pesada del libro. El modelo, de 80 (ochenta) ecuaciones, combina dinero emitido por el gobierno (base monetaria) con dinero endógeno, limitando la inversión únicamente a inventarios. Una de las cosas más importante del modelo es la cantidad de activos financieros en los que los hogares mantienen su riqueza: dinero, cuentas a la vista, plazos fijos, letras y bonos del tesoro. Las decisiones sobre cuanto mantener en dinero dependen del volumen de transacciones, mientras que la asignación entre los otros cuatro tipos de activos se realiza en base a decisiones de portafolio à la Tobin. Lo otro innovador es, como contrapartida de los activos financieros de los hogares, la estructura de activos y pasivos de los bancos, ya que tienen bonos, letras, dos tipos de depósitos, requerimientos de encajes mínimos, posibilidad de obtener adelantos del banco central, préstamos, etc.

El circuito monetario es una mejora en la línea introducida por Marx en cuanto al proceso de circulación en una economía capitalista. Para Marx, el crédito expandía la escala del volumen de producción, al mantener activa una porción del capital (la reserva), que no funcionaba como tal en manos de su poseedor, al cederlo a otro capitalista que le asignaba un rol productivo. No obstante cierta similitud entre el enfoque de Marx y el enfoque de fondos prestables, la particularidad del enfoque circuitista con Marx es que en el primero el crédito no sólo expande la escala de producción, sino es condición misma de existencia de ésta. Por lo demás, ambos comparten la necesidad de un elemento de reserva que amortigüe las fluctuaciones en la producción.

El modelo presentado en el capítulo 11 es simplemente enorme, aún siendo de economía cerrada. Las características adoptadas son muchas, y hay un enorme cuidado por registrar las interacciones entre elementos aparentemente tan diversos como los movimientos de la productividad y las ganancias... de los bancos! Si bien el modelo es complejo y requiere una gran atención del lector, es un placer ir avanzando por las descripciones de los distintos sectores, sus restricciones y principalmente sus comportamientos (el de las firmas y el de los bancos son increíbles por su verosimilitud), a través de las complicaciones introducidas (racionamiento de crédito, curvas de Phillips con tramos horizontales, requisitos para bancos establecidos por el Banco de Pagos Internacionales, BIS –por su sigla en inglés–, políticas de distribución de dividendos de firmas y bancos, etc.). Uno podría buscarle dificultades para describir hechos observados (generar ciclos económicos endógenos no lineales, por ejemplo), pero ya es

pedir demasiado, y hay muchas cosas para las que ni siquiera existen formulaciones matemáticas totalmente desarrolladas, por lo que al aplicarlas *necesariamente* se requieren supuestos que las aíslan del mundo real.

Los resultados obtenidos son interesantes, con profundas implicancias para el diseño e instrumentación de políticas económicas, a la vez que desmitifican muchas afirmaciones corrientes en nuestros días. Por ejemplo, subas de tasas de interés pueden llegar a tener un impacto positivo en la economía, siempre y cuando los pagos por servicios de la deuda y capital se vuelquen al mercado interno. ¡Uno se siente tentado de afirmar que el “festival de bonos” de Lavagna impulsó, por ejemplo, la construcción y el sector automotriz! Bueno, quizá no tanto, pero sí nos advierte de tener en cuenta los distintos efectos de una medida, de acuerdo a las diferentes, diversas y hasta extrañas variables sobre las que actúa. A fin de matizar la afirmación anterior, y recordando que los autores postulan que los gobiernos tienen la habilidad de fijar las tasas de interés de corto plazo y de influenciar el complejo de tasas, cabe resaltar que el principal perjudicado por las tasas altas de interés es el propio gobierno, por los servicios sobre su deuda que debe afrontar. Otro ejemplo se refiere a la inconsistente afirmación de los políticos y economistas adictos que pugnan por un superávit fiscal en condiciones de ahorro neto privado, como podría ser el caso de una economía que trabaja cerca del pleno empleo.

El último capítulo establece, a modo de resumen, algunas de las características del tipo de modelización utilizado, enfatizando las diferencias que guarda con los trabajos de Tobin. El libro termina con un sumario sobre como debe ser una teoría monetaria alternativa.

Después de todo lo mencionado, no queda más que felicitar a los autores por este libro, de lectura obligatoria, por su carácter integrador, holístico, y por obligar al lector a tener permanentemente en cuenta todos los aspectos involucrados a la hora de analizar el comportamiento de una economía.

Referencias

- Brainard, W. C. y Tobin, J. (1968): *Pitfalls in Financial Model Building*, The American Economic Review, Vol. 58, No. 2, Papers and Proceedings of the Eightieth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 99-122.
- Frenkel, R. (2007): *La Sostenibilidad de la Política de Esterilización*, Documento de Trabajo N° 17, CEFID-AR.
- Kaldor, N. (1934): *A Classificatory Note on the Determinateness of Equilibrium*, Review of Economic Studies, vol. 2, 122-36.
- Robinson, J. (1979 [1977]): *La historia contradice el equilibrio*, en Contribuciones a la teoría económica moderna, Siglo XXI, México.
- In contributions to modern economics, Basil Blackwell, Oxford, 1978