
ZENON J. RIDRUEJO: **Sobre el mercado de bonos y la dinámica del tipo de interés en los modelos macroeconómicos a corto plazo. Un comentario**

Es comunmente aceptado que el comportamiento del tipo de interés, en el contexto del modelo keynesiano, no está vinculado *directamente* al mercado monetario sino al mercado de bonos a través de las variaciones esperadas en el precio de los títulos. J. Aubareda, en un artículo recientemente publicado en esta revista,¹ recogía la insatisfacción que, desde un punto de vista presumiblemente pedagógico, le produce el tratamiento del mercado monetario en términos aparentemente auto-contenidos. Comparto, en principio, dicha insatisfacción. Apunta, sin embargo, más adelante la procedencia de sustituir el enfoque del mercado monetario por el, en su opinión, más completo y explicativo enfoque del mercado de títulos. Es propósito de este comentario señalar la ausencia de razones relevantes que fundamenten dicha pretensión y la incorrección en las conclusiones acerca de la estabilidad de uno u otro enfoque.

De acuerdo con análisis recientes,² el mercado monetario en lo relativo a los cambios del tipo de interés no es sino la representación visible de la condición stock, que recoge el comportamiento optimizador en la asignación de la riqueza entre los activos existentes o «portfolio decisions», independientemente de lo que podríamos denominar proceso de acumulación o, si se quiere, decisiones de gasto. Este enfoque, ciertamente limitativo, presenta un coste muy concreto desde el punto de vista teórico. La condición de independencia entre las decisiones de «portfolio» y las decisiones de consumo-ahorro implica que las tasas de oferta y demanda de fondos prestables sean iguales. En otro caso, como ha sido puntualizado por N. Bruce, «...el tipo de interés de los activos no monetarios dependería de si el poseedor de la riqueza está ahorrando o desahorrando, lo que impediría especificar independientemente sus condiciones de «portfolio balance».³

Es obvio entonces que si bien, como acertadamente señala Aubareda, ciertos autores suprimen negligentemente de su argumentación el mer-

cado de bonos, no es menos cierto que el modelo keynesiano en su representación ISLM, no necesita expresamente la incorporación del mercado de bonos no sólo por el hecho implícito del cumplimiento de la ley de Walras, sino porque, por otra parte, definir el comportamiento de uno de los «contenidos» del «oportfolio» implica definir *pair pasu* el otro. En este sentido, si analizamos el mercado de dinero como lo que dice ser: un mercado spot donde se compran y venden bienes por un precio, es evidente y fácil la crítica de que no existe en realidad un mercado de tales características. Pero el mercado monetario, si juega un papel sustantivo en el sistema keynesiano, es el de recoger explícitamente las decisiones de «portfolio» de los poseedores de riqueza. Un papel que naturalmente podría jugar, en principio, de igual forma el mercado de bonos.

Aparentemente Aubareda apela a que la sustitución en el ámbito del modelo dinámico

$$\dot{Y} = E(Y, r) - Y \quad [1]$$

$$\dot{r} = \alpha[L(Y, r) - M] \quad [2]$$

de la ecuación [2] por la expresión representativa del comportamiento del tipo de interés en función del exceso de demanda (negativa) de bonos

$$\dot{r} = \beta[B^s - B^d] \quad [3]$$

en el sentido de que: «La ecuación [3] conjuntamente con la [1] anterior constituyen el par de ecuaciones diferenciales que describen el comportamiento del sistema macroeconómico de corto plazo entre dos posiciones de equilibrio»⁴ va a proporcionar un tipo de ajuste totalmente distinto del enfoque que implicaría la hipótesis de la preferencia de liquidez. Tal afirmación se obtiene de sustituir las ecuaciones [1] y [3] en el ámbito general de la ley de Walras

$$(L - M) = (B^s - B^d) + (Y - E) \quad [4]$$

de modo que se obtenga

$$(L - M) = \beta^{-1}(\dot{r}) - \dot{Y} \quad [5]$$

precisando así un proceso de ajuste que vincula tanto a la renta como al tipo de interés. En tanto que de la ecuación [2] sólo se seguirían variaciones del tipo de interés, ya que

$$(L - M) = \alpha^{-1}(\dot{r}) \quad [6]$$

A mi modo de ver, esto no es sino una tautología incapaz de sugerir un argumento en beneficio de la expresión [3] que no se pueda obtener respecto a la [2], sino más bien una reafirmación del carácter ambivalente del modelo en relación a ambas ecuaciones. De tal modo que si sustituimos en [4] las expresiones [1] y [2] al modo de Aubareda, obtendremos

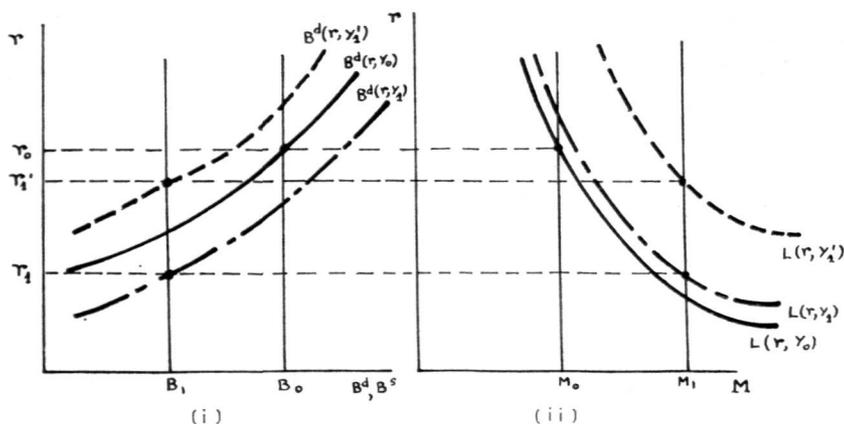
$$(B^s - B^d) = \alpha^{-1}(\dot{r}) + \dot{Y} \quad [5']$$

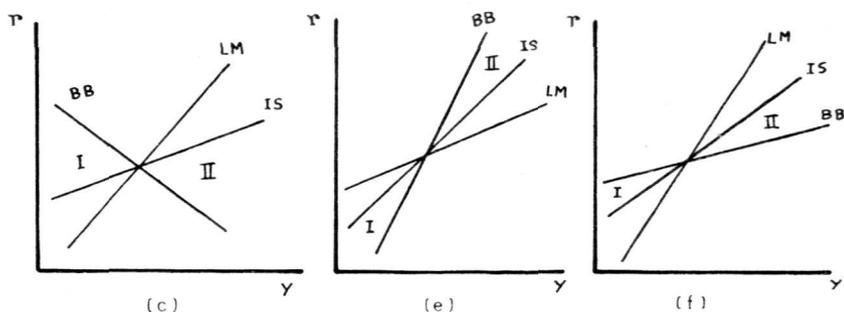
que expresa como afirmábamos anteriormente el vínculo del ajuste con respecto a Y . Pero aplicando similar criterio que para la ecuación [6] obtendremos

$$(B^s - B^d) = \beta^{-1}(\dot{r}) \quad [6']$$

donde, a modo de Guadiana, desaparece el vínculo con las variaciones de la renta. Ambas expresiones [2] y [3] alcanzan pleno significado cuando se las analiza a la luz de la ley de Walras representada por la expresión [4], y no tienen en si mismas mayor significación una que la otra. Por el contrario, la demostración sugiere de nuevo la interpretación en el sentido de configurar dos caras de un mismo prisma que sería la condición stock a que aludíamos al comienzo de esta nota.⁵

Un planteamiento gráfico de ambos mercados en la línea del desequilibrio en el sector monetario señalada por Aubareda, refuerza el





hecho de que, sea cual sea el carácter de la demanda de bonos —superior o inferior—, el resultado tanto en relación al tipo de interés como en lo relativo al efecto de la renta sobre el «portfolio» es recogido igualmente por el mercado monetario.

Los gráficos muestran que ante una reducción de la oferta de bonos financiada con un aumento de la oferta monetaria, la condición de demanda superior o inferior en el mercado de bonos (representadas respectivamente por $B^d(r, Y_1)$ y $B^d(r, Y_1)$ en el gráfico (i)) es adecuadamente recogida por desplazamientos más o menos intensos de la demanda monetaria. Por consecuencia, la frase tomada de Branson por Aubareda⁶ «...como resultado de una renta mayor aumentará la demanda de dinero por motivo transacción, lo cual frenará el incremento de la renta y la caída del tipo de interés» y cuyo cumplimiento vincula *exclusivamente* al caso de demanda inferior en el mercado de bonos, es absolutamente extensible a cualquier tipo de demanda, y en todo caso recogida adecuadamente por el mercado monetario evitando la necesidad de tener que definir restricciones adicionales en los supuestos del modelo; lo que nos permite además apelar a la «navaja de Ockam» para reafirmar la hipótesis de la preferencia de liquidez.

En lo relativo a las condiciones de estabilidad de ambos modelos, hemos de señalar la procedencia exclusiva de los paneles señalados por Aubareda como (a), (b), (d) y (f). En tanto que puedan considerarse como casos *imposibles*, por conjugar excesos de demanda positivos o negativos conjuntamente en los tres mercados (áreas señaladas por I y II), los paneles (c), (e) y (f).

Si a los casos considerados como posibles les analizamos a la luz de las condiciones de estabilidad de ambos modelos, que podemos resumir respectivamente como

$$\bar{\gamma}(E_Y - 1) + \bar{\alpha}L_r < 0 \quad [\text{A-7}]$$

$$(E_Y - 1)L_r - L_Y E_r > 0 \quad [\text{A-8}]$$

del modelo de la preferencia de liquidez. Y las condiciones

$$\bar{\gamma}(E_Y - 1) - \bar{\beta} B_r^d < 0 \quad [A-15]$$

$$(1 - E_Y) B_r^d + B_Y^d E_r > 0 \quad [A-16]$$

que pueden resumirse en relación a los requisitos de las pendientes de las curvas correspondientes al «locus» de cada mercado como

$$\text{Preferencia de Liquidez} \quad dr/dy|_{IS} < dr/dy|_{LM} \quad [A-10]$$

$$\text{Fondos Prestables} \quad dr/dy|_{IS} > dr/dy|_{BB} \quad [A-17']$$

La exposición pormenorizada de los resultados acerca de la estabilidad correspondientes a ambos modelos en todas sus posibilidades será:

	<i>Fondos Prestables</i>	<i>Preferencia de Liquidez</i>
Caso (a)	Inestable	Estable
Caso (b)	Inestable	Estable
Caso (d)	Inestable	Estable
Caso (f)	Estable	Inestable

Las conclusiones de Aubareda se tornan absolutamente falsas: El caso (a) que él asume como estable aún presentando una demanda superior en el mercado de bonos, es realmente inestable. Los casos (c) y (g) que supone realmente vinculados a la preferencia de liquidez de carácter inestable, son de hecho casos imposibles en tanto que alteran la esencia del modelo. Y, finalmente, la inestabilidad del modelo (salvo en un solo caso) cabe atribuírsela al valor de la pendiente BB.

1. Aubareda, J.: «El Mercado de Bienes y la Dinámica del tipo de interés en los Modelos Macroeconómicos de Corto Plaz». *Cuadernos de Economía*, Enero-Abril 1978.

2. Tobin, J.: «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory» *Journ. of Mon. Cred. and Bank.*, Febrero 1969.

3. Bruce, N.: «The ISLM Model of Macroeconomic and The Monetarist Controversy», *Jour. of Pol. Ec.*, Octubre 1977.

5. Otra cara de dicho prisma podría ser la condición flujo vinculada al «portfolio balance» en el sentido señalado por R. Mundell en «A Fallacy in the Interpretation of Macroeconomic Equilibrium» *Journal of Pol. Ec.*, Febrero 1965.