

J. AUBAREDA: **Sobre el mercado de bonos y la dinámica del tipo de interés en los modelos macroeconómicos a corto plazo. Algunas puntualizaciones**

Es de agradecer la nota de Zenón Ridruejo a propósito de mi artículo «El Mercado de Bonos y la Dinámica del Tipo de Interés en los Modelos Macroeconómicos a Corto Plazo», máxime teniendo en cuenta la escasa tradición que de la crítica científica existe en España. Tres son, a mi modo de ver, los aspectos que le merecen comentarios negativos sobre los cuales desearía hacer algunas puntualizaciones.

El primer aspecto que recoge Ridruejo hace referencia a lo que podría expresarse como el porqué de mi artículo. En realidad, y esto pensaba que quedaba claro, no se pretendía descubrir nada intrínsecamente nuevo, sino más bien reflexionar sobre la manera como se presenta habitualmente el modelo keynesiano en su interpretación convencional, el cual seguramente por un afán de simplicidad ha terminado por convertirse en un juego de manos con truco. Me resultan, por tanto, algo sorprendentes los comentarios de Ridruejo, que he de interpretar forzosamente como el resultado de una cierta frustración que la lectura de mi trabajo le ha producido al observar la falta de enfoques nuevos o conclusiones provocativas. Así, por ejemplo, uno de los argumentos que Ridruejo utiliza para subrayar la inutilidad de mi ejercicio es la demostración de que la puesta en escena del mercado de bonos en lugar del «mercado de dinero» produce los mismos resultados de estática comparativa, lo que ilustra gráficamente. No creo que en ningún lugar de mi artículo exista pretensión al contrario, lo que sería absolutamente disparatado. Mi artículo trata de mostrar que las hipótesis de los fondos prestables y de la preferencia por la liquidez, es decir dos procesos alternativos de ajuste del tipo de interés, son claramente cosas distintas, como el propio Ridruejo creo que observa pero no reconoce al afirmar que «uno de los "contenidos" del "portfolio" implica definir *pari passu* al otro». Naturalmente esto solamente sería así si en el modelo existiera una correspondencia perfecta entre los excesos de demanda de dinero y los excesos de oferta de bonos, y viceversa, lo cual, como ya indiqué, supondría un permanente estado de equilibrio en el mercado de bienes y, por tanto, la imposibilidad de una teoría de la determinación de la renta (por lo menos, de una teoría que descansa en el lado de la demanda). Creo, por otra parte, que en mi trabajo se dan varias razones por las cuales parece más razonable desterrar la hipótesis de la preferencia por la liquidez en beneficio de la de los fondos prestables, si es que deseamos explicar —y creo que en toda clase de Macroeconomía se intenta— qué ocurre entre dos puntos de equilibrio del modelo IS/LM. Dos de estas razones son: a) el tratamiento correcto del dinero y b) la no ocurrencia de fenómenos extraños como sería, por ejemplo, la caída

del tipo de interés en situaciones de exceso de oferta de bonos (ver figura 1 del texto original).

El segundo aspecto señalado por Ridruejo se refiere a la estabilidad del equilibrio macroeconómico cuando se postula la hipótesis de los fondos prestables. Según Ridruejo mis conclusiones son falsas lo que parecería implicar que, entre otros casos, los dos más relevantes (a) y (b), que hacían referencia a una curva IS normal combinada con una curva BB decreciente y creciente, respectivamente, serían inestables. Si tal cosa fuera cierta mi defensa de la hipótesis de los fondos prestables se vería seriamente minada. Opino, sin embargo, que Ridruejo tiene que haber incurrido en un error aritmético para arribar a tales conclusiones. Pues de la condición de estabilidad

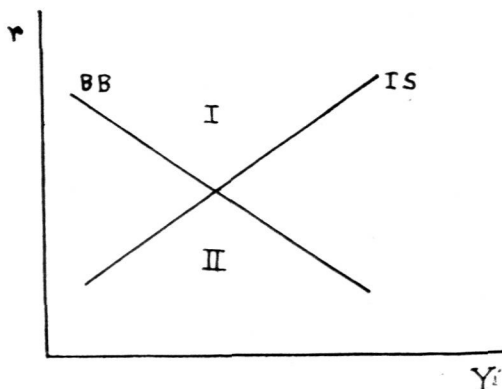
$$(1 - E_Y) B_r^d + B_Y^d E_r > 0 \quad [A. 16]$$

se sigue que

$$\frac{(1 - E_Y)}{E_r} + \frac{B_Y^d}{B_r^d} < 0,$$

ya que $E_r < 0$, $B_r^d > 0$,
y, por tanto, que

$$\frac{dr}{dy} \Big|_{IS} < \frac{dr}{dy} \Big|_{BB}$$



He de reconocer, en cambio, que algunos de los casos presentados en el apéndice ((c), (e) y (g)), por lo menos tal como aparecen en los correspondientes gráficos, son en realidad inviables. En el caso (c), por ejemplo, si bien la curva LM debe estar contenida en las regiones I y II del gráfico adjunto, no es correcto atribuirle pendiente positiva, por cuando siendo IS creciente, lo que implica $E_Y > 1$ respetando el supuesto habitual de que $E_r < 0$), no es posible que ambos dinero y bonos sean normales. Forzosamente pues, la curva LM ha de tener pendiente negativa (un caso de dudosa relevancia empírica), con lo cual ambos procesos de ajuste implicarían equilibrios inestables. De todas maneras, la posibilidad de que el dinero y los bonos sean ambos bienes normales en la situación más convencional de una curva IS decreciente no viene imposibilitada y, por tanto, siendo viables los casos (a) y (b) entre otros, el argumento del texto no sufre alteración,

Finalmente desearía hacer notar algunas erratas u omisiones del texto original.

- (1) pág. 4. *Donde dice*: «Seguramente, por percibir algunos autores la incorrección de la hipótesis de la preferencia de la liquidez, en determinados textos hay un esfuerzo por sustituir la hipótesis, perfectamente legítima, de los fondos prestables...»
Debería decir: «...por sustituirla por la hipótesis...»
- (2) pág. 7. *Donde dice*: «De todas maneras, la función esencial y es más bien...»
(Nota a pie de página n.º 12) *Debería decir*: «De todas maneras, la función de unidad de cuenta que habitualmente cumple el dinero no es su función esencial y es más bien...»
- (3) pág. 14. *Donde dice*: «Este supuesto no puede ser sino que al incrementarse el volumen de impuestos, sólo entraña...»
Debería decir: «...esto entraña...»