

## LA POSICION MONETARIA NETA: OBSERVACIONES COMPLEMENTARIAS

JULIO H. G. OLIVERA\*

Celebro que mi artículo sobre La Posición Monetaria Neta haya dado ocasión a un estudio tan interesante como el del profesor SALAMA. El análisis de posición monetaria neta debería tener un sitio focal en la teoría monetaria macroeconómica, y aun en el análisis aplicado. El trabajo del profesor SALAMA constituye un aporte valioso en esa dirección.

El breve comentario siguiente se relaciona con un aspecto especial del problema. Las variaciones de la tasa de interés determinan un efecto-sustitución, al modificar las condiciones de la elección entre consumo presente y consumo futuro, por una parte, y entre dinero y valores, por otra; un efecto-riqueza, al variar el precio corriente de los valores. En los modelos monetarios simples, donde se supone que todos los valores son emitidos y absorbidos por unidades económicas privadas, el segundo efecto desaparece por agregación mediante la hipótesis usual de ausencia de efectos distributivos. Pero en el análisis de posición monetaria neta existe, en principio, un efecto-riqueza de la tasa de interés sobre el conjunto del sector privado.

La presencia de este segundo efecto no altera las hipótesis cualitativas sobre la influencia de la tasa de interés en las funciones de demanda neta. Tanto en el mercado de productos como en el mercado del dinero, el efecto-riqueza de la tasa de interés tiene el mismo sentido que su efecto-sustitución: por ambas vías un alza del interés reduce la demanda de productos y de saldos monetarios reales. En el mercado de valores, por el contrario, los efectos aludidos tienen distinto rumbo, pero el problema se resuelve mediante el principio de WALRAS. Es decir, el hecho de que un alza de la tasa de interés produzca oferta excedente en los mercados de productos

\* Profesor titular en la Facultad de Ciencias Económicas (Departamento de Economía) y profesor invitado en la Facultad de Ciencias Exactas y Naturales (Departamento de Matemáticas), Universidad de Buenos Aires.

y de dinero implica, por la restricción de presupuesto, que debe originar demanda excedente en el mercado de valores. De tal modo, los supuestos habituales de carácter cualitativo mantienen por entero su validez.

Desde el punto de vista de la formulación matemática del modelo, conviene notar los siguientes puntos. Si la posición monetaria neta se define como lo hago en el trabajo referido, aparece como una variable independiente en las funciones de demanda neta; por ejemplo, para el mercado de productos

$$(1) \quad E \equiv f(r, p; N),$$

donde E denota la demanda excedente, r la tasa de interés, p el nivel de precios y N la posición monetaria neta. La respectiva diferencial es

$$(2) \quad dE = f_1 dr + f_2 dp + f_3 dN,$$

con la notación usual para las derivadas parciales. Pero si la posición monetaria neta se calcula según el precio corriente de los valores, resulta, en tal caso, llamando X a la variable definida de ese modo,

$$(3) \quad X \equiv h(r; N),$$

La demanda excedente en el mercado de productos asume entonces la forma

$$(4) \quad E \equiv g[r, p, h(r; N)],$$

con diferencial total:

$$(5) \quad dE = (g_1 + g_3 h_1) dr + g_2 dp + g_3 h_2 dN.$$

La derivada parcial  $f_1$ , que incluye los dos efectos antes mencionados, difiere de  $g_1$ , que sólo incluye el efecto-sustitución de la tasa de interés. En mi artículo,  $E_1$  tiene la misma significación que  $f_1$ . En el trabajo del profesor SALAMA,  $E_1$  significa  $f_1$ , hasta la fórmula 18) inclusive, pero equivale a  $g_1$  en las restantes fórmulas. Este es un aspecto que debe tenerse en cuenta al relacionar los dos análisis.

Sería frívolo embarcarse en una discusión semántica sobre si el nombre de posición monetaria neta, o cualquier otro, debe aplicarse a N o a X. No puede evitarse que haya diferentes preferencias terminológicas y, como dice el aforismo, "de gustibus non est disputandum". Pero la elección entre N y X como objeto del análisis es un problema de otra índole. El estudio de la traslación del

equilibrio de un sistema como consecuencia del cambio en una variable sólo tiene sentido si ésta es exógena, cosa que ocurre con N pero no con X, excepto en el caso particular de que la tasa de interés misma se tome como un dato exógeno. Por igual motivo, únicamente N puede ser considerada variable de control o instrumento de política económica: el valor de X depende del conjunto de los datos del sistema.

Finalmente, séame permitido expresar votos porque el estudio del profesor SALAMA estimule a su vez otras contribuciones sobre este importante asunto. Su artículo, al igual que mi trabajo originario, se refiere a una economía cerrada. El siguiente paso podría ser la extensión del análisis al proceso monetario en sistemas abiertos, con tipos de cambio fijos y flexibles.

Universidad de Buenos Aires.

#### **LA POSICION MONETARIA NETA: OBSERVACIONES COMPLEMENTARIAS**

##### **Resumen**

Esta nota se refiere al comentario del profesor SALAMA sobre nuestro artículo anterior, en el que la posición monetaria neta es analizada como parámetro o "control" del equilibrio macroeconómico. El efecto de sustitución y el efecto de riqueza de las variaciones en la tasa de interés operan normalmente en la misma dirección, por lo que atañe tanto al mercado de productos como al del dinero. Por consiguiente, las propiedades cualitativas de las funciones de demanda neta resultan idénticas, ya sea que la posición monetaria neta sea calculada al valor nominal o al valor de mercado de los bonos. Pero si se la utiliza para identificar un parámetro de las relaciones de equilibrio general, la posición monetaria neta debe ser definida en tal forma que no incluya variables dependientes.

#### **THE NET MONETARY POSITION: SOME ADDITIONAL REMARKS**

##### **Summary**

This note relates to professor SALAMA's commentary on our previous article, in which the net monetary position is analysed as a parameter or "control" of macroeconomic equilibrium. The substitution effect and the wealth effect of variations in the rate of interest operate normally in the same direction, both in the market for goods and in the market for money. Hence the qualitative properties of the excess demand functions are identical whether we calculate the net monetary position at the nominal value of bonds or at their market value. None the less, if used to identify a parameter of the general equilibrium relations, the net monetary position must be defined in such form that it does not include endogenous variables.