

COMENTARIO DE ALFREDO M. NAVARRO AL TRABAJO DE JOSE A. DELFINO

La definición de dinero puede hacerse de dos maneras: determinando "a priori" alguna condición para que un activo sea considerado dinero, de tal forma que los bienes se dividan entre aquellos que son dinero y aquellos que no lo son, o bien reconocer una tercera categoría, compuesta por bienes que son dinero sólo en parte.

En este trabajo el autor, tras fundamentar teóricamente la conveniencia de aplicar este último criterio, realiza estimaciones para Argentina, analizando luego la relación de las nuevas variables construídas con el ingreso real y el ingreso nominal.

Este enfoque no es nuevo en la teoría económica. Gurley (1960) realiza estimaciones donde se asigna un coeficiente unitario a M1, y uno de 0.50 a los depósitos a plazos, Friedman (1970) reconoce la conveniencia de este tipo de estudios, aunque no desarrolla esta línea de investigación.

Más formalmente Timberlake y Fortson (1967) y Laumas

(1968) proponen como criterio para definir el dinero y sus efectos sobre el ingreso nominal, estimando la siguiente ecuación.

$$\Delta Y = a + b \left[\Delta M + \frac{c}{b} \Delta S \right]$$

donde ΔY representa cambios en el Ingreso Nominal, ΔM cambios en M1, ΔS cambios en depósitos a plazo y de otros tipos y a , b y c parámetros a estimar. Los resultados obtenidos por Laumas indican un coeficiente de $\frac{c}{b}$ igual a 0.4798 para depósitos a plazo en bancos comerciales y valores menores a otros depósitos menos líquidos.

Chetty (1969) aplica otro procedimiento, analizando las elasticidades de sustitución mediante una función CES. Obtiene resultados diferentes, ya que los depósitos a plazo en bancos comerciales tienen el mismo grado de "moneyness" que M1, mientras que otros depósitos tienen grados menores.

El autor sigue una tercera línea, que es la desarrollada por Barnett en los trabajos que cita para lo que aplica un índice que pondera en función de los costos las tasas de crecimiento de cada agregado mediante un índice del tipo Theil-Divisia, procedimiento que tiene la ventaja de incorporar las aportaciones de Konüs (1924) a la teoría económica de los números índices.

La estimación de este tipo de agregados lleva siempre a una nueva forma de definir el dinero con mayor sentido económico. Sin embargo en Argentina cobra mayor importancia aún porque las relaciones entre M_0 , M1, M2, M3 y M4 no son constantes, por lo que pienso que se trata de un tema realmente relevante.

Con respecto a la estimación de los nuevos agregados monetarios, creemos que debiera compararse con esti-

maciones realizadas siguiendo los otros procedimientos reseñados. Nos permitimos sugerir además efectuarlas con varios sistemas alternativos:

- a) Se utiliza un período demasiado corto. ¿Por qué no usar también el período 1977-80, período más largo, con tasas de interés libre y únicas? El período estudiado presenta una profunda fractura en junio de 1985.
- b) El autor utiliza para medir el costo de mantener activos monetarios la diferencia entre el rendimiento de las acciones negociadas en la Bolsa y la tasa de interés pasiva. Creo que la escasa representatividad de la primera y su elevada variabilidad, y lo poco conocido del mercado hacen preferible utilizar el rendimiento de los Bonex, o simplemente la tasa de inflación como promedio de los activos físicos, aunque en este caso sería mejor utilizar la tasa de inflación esperada. Es preciso tener presente que Barnett (1980) evade este problema porque entiende que la tasa de interés nominal es igual a la tasa real, constante en el tiempo, más la tasa de inflación esperada, situación que es bastante distinta en nuestro país, donde existen varias tasas pasivas, generalmente controladas por la autoridad monetaria.

En la última parte de su trabajo el autor realiza dos análisis de las nuevas variables. En primer lugar estudia el poder informativo de los nuevos agregados respecto al ingreso nominal y obtiene resultados que favorecen la hipótesis de que los nuevos agregados monetarios ofrecen mayor información que los convencionales. Sin embargo, dado que el dinero se comporta pasivamente respecto a los precios (Navarro 1986), seguramente lo hará también respecto al ingreso nominal.

Por último estudia la relación de causalidad entre los nuevos agregados monetarios y el producto interno y no obtiene resultados positivos. Sería interesante analizar los efectos de shocks no esperados en M3 y M3D sobre el nivel de actividad mediante técnicas de análisis de causalidad multivariadas.

En síntesis, creo que estamos ante una interesante cuestión, más interesante aún cuando el objeto de análisis es la economía argentina, que ha sido analizada por el autor, desde la perspectiva más moderna y que abre a la discusión un tema tal vez de insospechadas consecuencias para la política económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- CHETTY, K.: On Measuring the Nearness of Near. Moneys. AER. Junio 1969.
- FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A.: Monetary Statistics of de U.S. New York, 1970.
- GURLEY, J. G.: "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy", en Studies of Employment Growth and Price Level. Washington, 1960.
- KONUS, A.: El problema del Índice Real del Costo de la vida. Econométrica. Enero 1939 (traducción del artículo original publicado en ruso en 1924) (Publicado en castellano en Lecturas de Econometría, A. Alcalde (ed.), Madrid, 1972).
- LAUMAS, G.: The Degree of Moneyiness of Saving Deposits. AER. Junio 1968.
- NAVARRO, A.: Precios Relativos, Dinero e Inflación en Argentina. Anales de la XXV Reunión de la AA de EP.
- TIMBERLAKE, R. y FORTSON, J.: Time deposits in the Definition of Money. AER. Marzo 1967.