

# Los Mecanismos de Transmisión de los Efectos de la Política Monetaria: Una Crítica al Debate Contemporáneo

---

Juan González García

## Resumen

Este trabajo apunta y da cuenta de un debate teórico entre la corriente de la síntesis neoclásica y la monetarista a propósito de la política monetaria. El debate, señala el autor, se ha sustentado en el enfoque keynesiano y en la re-elaboración de la teoría cuantitativa, pero precisa que esa discusión es más de forma que de contenido y que no hay divorcio en el manejo de la política monetaria entre una y otra corriente, sino algunas diferencias en torno a los efectos de la tasa de interés y sus efectos mediatos e inmediatos que generan en el sistema económico.

**Profesor Investigador del  
CUEICP de la Universidad  
de Colima**

## **Introducción**

Desde el punto de vista de la ciencia económica, la política monetaria es considerada como “el conjunto de acciones que las autoridades económicas realizan para controlar las variaciones en la cantidad o en el costo del dinero con la finalidad de alcanzar ciertos objetivos de carácter macroeconómico” (Fernández, 1991: 23). Dichos objetivos son fundamentalmente: producción, empleo, precios, sector externo y recientemente sector gobierno. Del manejo óptimo o adecuado que realicen las autoridades monetarias de estas variaciones, se podrá tener un crecimiento económico estable o inestable en el sistema económico general.

Después de la Segunda Guerra Mundial, en el mundo, la acción interventora del gobierno se generalizó en el grueso de los países desarrollados e inclusive países en desarrollo (México y América Latina, en particular), siendo el objetivo último de esta acción propiciar el pleno empleo, en el sentido keynesiano, mediante el impulso (gasto e inversión pública así como estímulos fiscales) a la demanda efectiva y un adecuado control inflacionario.

Uno de los problemas de esta acción interventora, al menos en los países subdesarrollados ha generado un incumplimiento cabal de sus objetivos, generando efectos indeseados en el sistema económico, principalmente ha ocasionado desequilibrios en precios (inflaciones galopantes o reptantes), producción (decrecimientos o depresiones), empleo (desempleo y subempleo), sector externo (déficits de cuenta corriente) y equilibrio presupuestal del gobierno en la gran mayoría de países. La discusión en torno a los desequilibrios en el sistema económico, se ha centrado en el manejo de la cantidad de dinero (sin entrar al debate sobre la neutralidad de éste). Tal discusión, se ha presentado fundamentalmente en el campo teórico, entre la llamada corriente monetarista y la llamada síntesis neoclásica, pero también en la praxis de la política monetaria entre las autoridades monetarias nacionales.

Desde la misma década de los cincuenta, cuando las políticas de corte keynesiano apoyadas sobretodo en la política fiscal, han imperado las discusiones. La corriente monetarista se ha opuesto al manejo indiscriminado de la cantidad de dinero y del costo del mismo, ya que su importancia, relegada a segundo término por las políticas de corte fiscalista, era (y es) determinante según ellos, para mantener un sano crecimiento económico con estabilidad,

que garantice un índice inflacionario acorde a la capacidad de crecimiento real de la economía, compatible con una tasa natural de desempleo, acorde también a la tasa natural de crecimiento poblacional y del producto.

Así pues, el surgimiento del debate teórico entre la corriente de la síntesis neoclásica y la monetarista, se ha sustentado, en un primer momento, en el enfoque keynesiano y en la re-elaboración de la teoría cuantitativa del dinero para justificar una y otra corriente así como destacar su incidencia en la política monetaria y el papel de los instrumentos, variables (monetaria y operativa) que emplean los gobiernos para el logro de sus objetivos últimos, ya mencionados.

Este breve ensayo trata sobre este debate, soslayando que dicho debate es más de forma que de contenido y que no hay divorcio en el manejo de la política monetaria (instrumentos, variables, objetivos, etc.) entre una y otra corriente sino más bien algunas diferencias en torno a los efectos de la tasa de interés y sus efectos mediatos e inmediatos que generan en el sistema económico; efectos posibles por las diversas concepciones en torno a las categorías de portafolio de inversión, riqueza (de los individuos y las familias) así como de la noción de tasa de interés de que parte tanto una como otra.

Así, por ejemplo, las variaciones en la producción y empleo serán inmediatas en el enfoque monetarista que incluye una gran gama de bienes y servicios en su concepción de tasa de interés a los efectos limitados y cíclicos de la tasa de interés keynesiana, que al incluir sólo a los bonos y al dinero como sustitutos perfectos mutuos, tendrán (*ceteris-paribus*) un efecto posterior al ciclo, una vez que se haya dado la baja en las tasas de interés de los bonos y éstas estimulen la demanda de dinero para inversión productiva.

Se concluye que el sistema económico es complejo, requiere de una combinación de crecimiento fijo de la masa monetaria, pero aunado a una acción discrecional que garantice ciertos márgenes al accionar (discrecionalidad) de las autoridades monetarias en momentos de incertidumbre y recesión económica, ya que el manejo monetario, si bien tiene efectos de corto y quizá mediano plazo, en el largo plazo es el mercado productivo el único que guiará las decisiones de política monetaria de las autoridades económicas.

### **El Mecanismo de Transmisión: la Cartera de Portafolios**

Como se mencionaba en las líneas introductorias, existe un cierto consenso entre ambas corrientes teóricas acerca de las líneas generales del proceso de transmisión de los impulsos de la política monetaria. Como es sabido, ambas versiones parten de la gama de activos considerados en la cartera del portafolio de inversión. En el fondo, admiten que el número de activos es muy grande, cada una con sus peculiaridades: desde el dinero hasta los activos reales duraderos.

Siguiendo a Keynes (1936), un buen número de autores considera que los activos financieros y el capital real son buenos sustitutos, de tal modo que la estructura considerada puede limitarse a dos stocks, de un lado el dinero; de otro los bonos. Los altos costes de transacción, la incertidumbre, la rigidez de los precios y salarios, etc., serían argumentos en contra de la sustituibilidad entre el dinero y los activos reales. Finalmente, el tipo de interés sería el rendimiento de ese "bono" representativo, o, con otras palabras, sería el costo financiero del endeudamiento.

La postura monetarista amplía la gama de activos considerada, porque pone énfasis en el papel de los precios relativos (entre activos, de éstos con el producto corriente, y también del out-put y de los activos de un período con los de otros períodos) en el proceso de transmisión: pero no está vedada ninguna relación de sustitución entre él y los demás componentes de la riqueza de un sujeto. Por ejemplo, se considera que una casa vieja es mejor sustituto de una casa nueva que el dinero, o que un coche viejo hace la competencia más efectivamente a uno nuevo que el dinero. Finalmente, se plantea la sustituibilidad no solo entre activos, o de éstos con producción nueva, sino también entre bienes en diferentes momentos del tiempo, lo cual lleva a una interpretación distinta a la keynesiana: como en Fisher (1976), para los monetaristas el interés es el vínculo en el tiempo, por lo que un cambio en el mismo no mide sólo un abaratamiento o encarecimiento de la deuda, sino sobre todo, una traslación de los procesos de sustitución en el tiempo.

Así, para los monetaristas existen cuatro mercados: el de out-put, el de dinero, el de activos financieros y el de capital físico; a diferencia de los keynesianos, que admiten la existencia de dos mercados, el de los bonos y el del capital físico, ampliándose posteriormente al del crédito. Esta posición implica algunas divergencias como las siguientes.

En primer lugar, para un keynesiano el mercado de dinero fija el tipo de interés, en tanto que en la versión monetarista, el mercado del crédito es el que determina dicho tipo, dejando para la oferta y la demanda de dinero la determinación (aproximada, debido a la amplia interrelación de los mercados) del precio de los activos físicos (el cual, a su vez, no coincide con el precio del out-put).

En segundo lugar, se distinguen claramente dos tipos de rendimiento: el de los activos físicos y el de los activos financieros, que no coinciden sino a largo plazo, cuando el proceso de transmisión se haya completado.

Otras divergencias -pero no de fondo- se derivan a la hora de aceptar un modelo de uso amplio como el de las curvas IS-LM (la IS representa el equilibrio en el sector de gasto y la LM, que hace lo propio en el sector monetario), como representación del mundo real, en cuanto que ambas curvas son independientes.

Las consecuencias que se derivan de las divergencias son: que la elasticidad de la demanda de dinero determina la pendiente de la LM y la elasticidad-interés del gasto señala la pendiente de la IS. Aquí, existen algunos monetaristas más radicales como Brunner y Meltzer, quienes pretenden desacreditar el modelo IS-LM debido a que según ellos, no sirve para reflejar adecuadamente el mecanismo de transmisión, y que nada importante depende de las elasticidades-interés de la demanda de dinero ni de la inversión.

En concreto, concluyen Brunner y Meltzer que ambas curvas no son independientes, como afirman los keynesianos: los cambios en la cantidad de dinero, por ejemplo, despliegan unos efectos de riqueza que, aunque sean pequeños, no pueden omitirse; los cambios en el saldo presupuestario alteran también el stock de dinero (y/o de deuda pública), y, en general, cualquier alteración en un stock obliga a reajustes en toda la gama de activos, modificando los precios relativos o los rendimientos, las expectativas, etc.: por tanto, los factores que alteran la LM no son diferentes para la IS, y viceversa.

### **El Debate Contemporáneo: Monetaristas *versus* Keynesianos**

Este debate, ha sido considerado enconado, pero no siempre queda claro que se debatan diferencias reales. La primera área de debate, se refiere a que la determinación de que el control de la oferta de dinero sea un instrumento más

fiable que la política fiscal por sí sola, para el control de la demanda agregada. En términos de los modelos teóricos no hay ninguna distinción real entre ambas corrientes sobre este punto ya que lo que las dos pugnan es por el crecimiento económico estable en el tiempo.

Ambas corrientes emplean el marco esencial de las curvas IS-LM que equilibran los mercados de bienes y servicios y monetarios (de manera independiente o interdependiente, como ya se vio), para el desarrollo de sus proposiciones, aunque algunos monetaristas como Brunner y Meltzer –1973-, sin dejar de utilizar ese marco, afirman que es demasiado simple para incorporar las ideas monetaristas.

Existe alguna diferencia en cuanto al contexto de eliminación, los monetaristas formulan supuestos específicos adicionales que afectan las conclusiones obtenidas dentro del marco de la IS-LM. Pero esta base no basta para sostener que haya grandes deferencias teóricas. Los modelos teóricos de ambas escuelas, son los mismos en un sentido fundamental, ya que ambos se encuentran en la política gubernamental que afecta la demanda agregada (es decir, exogeneizan el manejo de la cantidad de dinero) hasta el punto de olvidar los problemas de la producción y de la oferta agregada.

La segunda área de debate se refiere a la eficiencia de la política de estabilización, aunque asuma la forma del control de la oferta de dinero. Aquí, los monetaristas dicen que la política de estabilización no puede afectar el desempleo o el producto real a largo plazo, o siquiera a corto plazo, ya que el control de la tasa de cambio de la oferta de dinero, sólo le permiten a las autoridades controlar la tasa de inflación y nada más, introduciendo con ello, un factor de certidumbre sobre los precios relativos.

Los keynesianos refutan esta conclusión, argumentando que los salarios y los precios no son perfectamente flexibles y el equilibrio a largo plazo puede alcanzarse con un desempleo menor que el de la tasa natural y que la curva de Phillips (esta curva relaciona al desempleo con la tasa de inflación alcanzable, dada una tasa fija de inflación esperada) a largo plazo tiene pendiente negativa si la inflación corriente no se ajusta plenamente a la tasa esperada. Así pues, este debate en la manera de cómo llevar a cabo el control de la cantidad de dinero y su coste, pensando en sus objetivos, variables -monetarias y operativas- e instrumentos monetarios, más que de fondo, parece de forma y alcance y

tiene que ver con la acción gubernamental. Es decir, si es la acción gubernamental oportuna o si, en cambio, deja que las fuerzas del mercado hagan su trabajo y lleven al equilibrio natural del costo del dinero.

### **Los Mecanismos de Transmisión Propiamente Dichos**

Como ya se dijo, ambos parten de la noción de cartera de portafolios, aunque los keynesianos sólo incluyen a las empresas y a los agentes económicos, quienes poseen activos físicos y riqueza, respectivamente, y la riqueza de los agentes se refiere a la conformación de la cartera de los agentes compuesta por dinero y bonos, que son buenos sustitutos mutuos, para los monetaristas, esta definición se amplía a todos los activos reales, servicios, bonos y dinero, los cuales, a diferencia de los keynesianos, son buenos sustitutos mutuos entre sí.

Para los keynesianos, por medio del uso adecuado de los instrumentos, variables monetaria y operativa, las autoridades monetarias persiguen objetivos determinados, mediante los cuales se lleva a cabo la llamada transmisión de los efectos de la política monetaria, pues mediante ellos transmite sus decisiones, que serán certeras o no, dependiendo del contexto y nivel de la actividad económica en cuestión.

Por lo tanto, en la corriente keynesiana, al menos inicialmente, el principal mecanismo de transmisión lo constituyó la tasa de interés de los bonos, que dependiendo de la política expansiva-restrictiva, estimulaba al alza o a la baja su precios y por ende su rendimiento tendría un comportamiento inverso a su precio. Aquí, dado que las empresas solo poseen activos físicos, los agentes económicos reaccionan comprando bonos, si es que se da un aumento de la oferta monetaria, con lo que su precio sube y su rendimiento decrece.

En esta economía simple, la baja tasa de interés propicia que las empresas decidan llevar a cabo sus planes de inversión y de esta manera, linealmente, se estimula la producción, el empleo y el consumo, aunque con cierta incertidumbre sobre los nuevos precios de los bienes y servicios. Aquí, se presentan algunos problemas posibles: dado que, tanto la inversión como la demanda por dinero no responden al incremento de la cantidad de éste (la primera es inelástica y la segunda es grande: es decir se presentan los fenómenos de la trampa de liquidez e inscripción de los inversionistas en la brigada de los

osos, paralelamente al hecho de que los bonos y el dinero son buenos sustitutos), existe desconfianza respecto a la eficacia de la política monetaria y la única posibilidad es que el multiplicador de la inversión funcione, salvo en los casos críticos anteriores.

De una u otra forma, el único mecanismo de transmisión monetario eficiente sería la tasa de interés. De ahí la inquietud y propuesta de los keynesianos de que el gobierno, mediante la política fiscal, asuma la dirección de la economía en aras de sus objetivos últimos de producción, empleo, precios, etc., sin poner demasiado cuidado en el manejo de la oferta monetaria, que siempre debe ajustarse a la economía real.

A estas mismas conclusiones llegan los nekeynesianos de los cincuenta y poskeynesianos de los ochenta, no obstante de que amplían la riqueza de los agentes económicos a otros activos financieros y reales, pero mantienen la perfecta sustituibilidad únicamente en los bonos y el dinero. Introducen al crédito como otro mecanismo, aunque éste tiene sus características propias al ser la banca central y privada la que tienen el control directo y último de éstos, lo que les permite imponer límites y restricciones a los particulares y las empresas. A pesar de ello, el crédito que es otorgado por el sistema bancario puede influir, aunque con un cierto retraso, en las variables objetivo.

De esta manera, la corriente keynesiana y síntesis neoclásica, bajo ciertas consideraciones, consideran como únicos mecanismos de transmisión a la tasa de interés de los bonos y al crédito bancario, es decir, postulan el precio y la cantidad de dinero como fundamentales para alcanzar los objetivos finales de crecimiento económico con estabilidad de precios.

Por su parte los monetaristas, aunque parten de la tasa de interés como uno de los mecanismos de transmisión, en realidad, lo que hacen es generalizar a los activos reales, a los servicios, los bonos y demás activos financieros y el dinero (aquí, todos son buenos sustitutos mutuos) como los componentes de la cartera de los individuos y las empresas -sin distinción-, de tal manera que ante un incremento en la cantidad de dinero, realizado por las autoridades monetarias, tendrá un efecto inmediato y sin espera del cierre del ciclo productivo como en el caso keynesiano.

La manera en la que opera este efecto es la siguiente: ante tal incremento en la cantidad de dinero, como los individuos poseen más dinero y actúan

racionalmente optimizando sus carteras, o bien compraran bonos y otros activos financieros o bien lo gastaran en compras de consumo. Aquí, ante la perfecta sustituibilidad del dinero, activos reales y financieros, se presentarán dos efectos: uno, el efecto riqueza y el otro el efecto renta, que actuarán directa e indirectamente sobre los objetivos meta.

El efecto riqueza, pondrá en funcionamiento todo el mercado de los activos financieros, desde los bonos hasta las acciones y por ende, hará subir su precio y bajar su tasa de rendimiento, el resultado final será un aumento de la inversión productiva por parte de las empresas, que al ver reducirse las tasas de interés, cumplirán sus planes de inversión. Aquí, al igual que en el modelo keynesiano, indirectamente se logra el objetivo; el otro caso, es el siguiente, al poseer más dinero los particulares, y, al ser buenos sustitutos los activos reales y servicios, hará que los particulares gasten en bienes de consumo y/o servicios, ésto, directamente influirá sobre el sector real, incrementando el producto y el empleo, y hará previsible un aumento en la oferta demandada en el siguiente ciclo.

Un problema que probablemente se presente aquí, está relacionado con la fase de la actividad económica en el ciclo, si se encuentra en auge, el incremento monetario causará inflación y privará a la producción y al empleo; en cambio, si está en recesión, se incrementará tanto el consumo como el producto sin desmedro del empleo.

Finalmente, este enfoque, incluye a las expectativas racionales como un posible mecanismo propagador de la política monetaria, al establecer que si los agentes económicos reaccionan premeditadamente e incluso retardadamente, pueden alterar o anteceder a los objetivos de política monetaria y afectar la producción, nivel de empleo e inflacionaria. Así los pronósticos pueden validarse o invalidarse, y, en la medida en que las expectativas sean más o menos racionales, este mecanismo transmisor existirá, causando desequilibrios reales y monetarios en el caso de que sean irracionales, o bien, equilibrio y estabilidad en el caso contrario.

### **Algunos Efectos sobre la Cartera y los Objetivos Metas en Uno y Otro Enfoque, a Partir de la Transmisión Monetaria**

Aunque ya fueron brevemente descritos estos efectos, dichos enfoques, presentan una modificación sustancial en la composición de la cartera, a partir de la cual, ambas corrientes construyen sus argumentaciones.

En la corriente keynesiana se distingue el efecto liquidez como el único relevante y verdadero, porque al bajar la tasa de interés, la política monetaria es clara, definida y precisa, en este caso será expansiva; en cambio, será restrictiva, cuando la tasa de interés se eleve. Concluyen que el manejo de la tasa de interés sí es fiable para coadyuvar al logro de los objetivos últimos.

Por su parte, la corriente monetarista, niega esta afirmación al considerar que no se sabe cuándo la política monetaria es expansiva o restrictiva, pues no se sabe del comportamiento de las tasas de interés y por tanto no es un buen mecanismo de transmisión. Ellos postulan el efecto liquidez, que se refleja en los cambios en las tasas de interés de los activos de la cartera de los agentes; un efecto renta, que se presenta al bajar la tasa de interés, propiciando un incremento en la inversión y vía multiplicador, la renta. Ésto, aumenta la demanda monetaria con lo que la tasa de interés vuelve a subir hasta equilibrarse nuevamente la cartera. Finalmente, el efecto Fisher, que está dado por el diferencial entre la tasa de inflación y la tasa de interés nominal que da la tasa de interés real. Si el aumento de la oferta monetaria ocurriera una sola vez, este efecto sería transitorio y las expectativas desaparecerían. De tal forma que, unido al efecto renta, puede ser mayor la liquidez, y volver contraproducente la intención de las autoridades monetarias.

En general, para los monetaristas los tipos de interés no son fiables, porque pueden prevalecer los efectos liquidez, en cuyo caso sería expansiva, y, si fueran los efectos renta y Fisher, sería restrictiva. En consecuencia, concluyen que, si son engañosas, las tasas de interés no permiten interpretar la política monetaria, menos aún se puede aplicar.

Además, consideran que los efectos positivos de la política monetaria, en el caso keynesiano, sí es que llegará a darse, sólo serían validos en una primera ronda (efectos inmediatos), mientras que los monetaristas subrayan los efectos finales (de última ronda). Según ellos, gran parte del análisis keynesiano subraya el "desplazamiento de la curva IS por una sola vez" mientras que los monetaristas subrayan los efectos a largo plazo de los cambios ocurridos en los acervos de activos.

En el caso de los efectos inmediatos, no sucede nada que realmente incentive a la producción, sino que se presenta un desplazamiento (crowding-out) de los gastos privados (hipótesis de eliminación) por el gasto de gobierno,

financiado con bonos, de modo que el gasto total permanece constante. Así pues, un aumento del déficit gubernamental sólo conduce a una tasa de interés de equilibrio más elevada que reducirá la inversión privada, con lo que el gasto gubernamental elimina el gasto privado.

### **Algunas Observaciones Finales**

El debate entre monetaristas y keynesianos, no conduce a conclusiones radicalmente opuestas, pues éste se centra en torno a la importancia del manejo de la tasa de interés, y de la oferta monetaria en última instancia, que calificarán a una política de expansionista o restrictiva, *ceteris-paribus* dependiendo de los efectos que provoquen en producción, empleo, precios, etc., y dependiendo de si es en el corto o en el largo plazo.

Aunque, ambas dejan de lado el mundo real y complejo del sistema económico y no endogeneizan a la oferta monetaria y por ende la hipótesis de neutralidad del dinero, es indudable que el mundo real presenta retardos, desfases, no linealidades y hasta irracionalidad en las expectativas de los agentes económicos, de ahí que no se pueda aplicar ni sólo una política monetaria discrecional ni sólo una política monetaria fija; parece que lo más adecuado sería una combinación de ésta, que tenga la flexibilidad de cambiar -aumentar o reducir- la oferta monetaria o fijarla, de acuerdo a como se comporte la economía y los agentes económicos.

De aplicar las autoridades monetarias una política monetaria “para el mundo real” sin lugar a dudas, redundaría en un mayor “control” de dicha oferta, y no tendría impactos negativos -es decir, no desequilibraría ni al mercado de bienes ni el monetario-, en el sistema económico y más aún, aislaría, los posibles efectos que sobre los precios acarrea una política errática de transmisión monetaria insulsa. Pues, sólo aquí, al igual que consideran los monetaristas, es obvio que los efectos monetarios, sólo podrán evaluarse y reflejarse en el largo plazo, pero sin olvidar que las medidas que se tomen en el ahorita y el corto plazo, afectan y condicionan inexpugnablemente al largo plazo.

**Bibliografía Básica**

- Argandoña, A., *La Teoría Monetaria Moderna*, Madrid, España, 1985, pp. 515-527.
- Fernández Díaz *et al*, *Teoría y Política Monetaria*, Ed. A.C., Libros Científicos y Técnicos, Madrid, 1991, pp. 47-60.
- Gordon, Robert J., *Macroeconomía*, Ed. Iberoamericana, 1982, pp. 381-414.
- Harris, Lawrence, *La Política Monetaria*, F.C.E., México, 1981, pp. 367-385.
- Henry David, Jacques, *La Política Monetaria*, F.C.E., México, 1979. Cap. IX (La controversia "monetaristas-keynesianos"), pp. 124-3140.
- Suárez Suárez, Andres S., *Diccionario de Economía y Administración*, Ed. Iberoamericana, México, 1994.