

# Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Chuecos, Alicia

## Alicia Chuecos

Economista. Magíster en Economía.  
Especialización en Macroeconomía  
Aplicada. Profesora de la Facultad de  
Ciencias Económicas y Sociales - ULA  
[cgalicia@ula.ve](mailto:cgalicia@ula.ve)

Recibido: 13-07-04  
Revisado: 14-12-04  
Aceptado: 26-01-05

Dada la importancia creciente que está adquiriendo el uso de la política monetaria con el fin de estabilizar el producto y la inflación, se hace necesario entender el proceso mediante el cual la política monetaria afecta a la economía, es decir, entender los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto le permite a la autoridad monetaria conducir en forma exitosa su política. Este trabajo tuvo como objetivo describir los principales mecanismos de transmisión monetaria, tales como el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, el canal del crédito y el efecto en el precio de otros activos.

**Palabras clave:** mecanismos de transmisión monetaria, política monetaria, reglas de política.

**RESUMEN**

Because the growing interest on the use of monetary policy to stabilize the product and inflation, it is necessary to understand the way which monetary policy affects economics; that is to say, it is important to understand the mechanisms of transmission of monetary policy. It would help monetary authorities manage successfully their economical policy. The aim of this paper is describe the prior mechanisms of monetary transmission, such as exchange canal, credit canal and the effect on the prize of other actives.

**Keywords:** monetary transmission mechanisms, monetary policy, politics rules.

**ABSTRACT**

## Introducción

Las políticas más utilizadas para estabilizar el producto y la inflación han sido la política fiscal y monetaria. Esta última es la más poderosa, debido, entre otras cosas, a las dificultades que implica poner en práctica la política fiscal, como, por ejemplo, la demora en los cambios requeridos del gasto público y la de los impuestos, además de la generación de crecientes déficits fiscales.

Las consecuencias de la política monetaria pueden ser en algunos casos, simultáneamente, positivas y negativas (la política fiscal tampoco escapa de ello). Entre los ejemplos de resultados positivos están la aplicación de una política monetaria expansiva, para salir de la recesión entre 1990-91 en Estados Unidos, y una contractiva desde 1994, para evitar el sobrecalentamiento de la economía. Como ejemplo de resultados negativos está la aplicación de una política monetaria contractiva en Estados Unidos por los años 80s, con el fin de frenar la inflación que se ubicaba en dos dígitos, la cual condujo a una fuerte recesión. Además, la duración de las anteriores consecuencias puede no ser muy corta, a pesar de que la política monetaria sea transitoria, ya que el tiempo en que la tasa de interés recobra nuevamente su nivel inicial es bastante largo.

Dada la importancia creciente que está adquiriendo el uso de la política monetaria, y dadas sus consecuencias, se hace necesario determinar los efectos que tiene dicha política sobre la economía (sobre la inflación y el producto) y el tiempo en que ocurren. Asimismo, es importante entender el proceso mediante el cual se generaron los efectos. Esto es lo que se conoce como *mecanismos de transmisión de la política monetaria*. Estos mecanismos comprenden principalmente los cambios en la tasa de interés, el tipo de cambio, canales de crédito y el efecto en el precio de los otros activos.

La presente investigación tuvo como objetivo describir el proceso mediante el cual la política monetaria afecta a la economía o, lo que es lo mismo, describir los anteriores mecanismos de transmisión monetaria. Esta descripción se desarrolla en la parte II. En la parte III se presentan las conclusiones.

## 1. Mecanismos de transmisión monetaria

Los principales mecanismos de transmisión monetaria son: canal de la tasa de interés, canal del tipo de cambio, canal del crédito y efectos en el precio de los otros activos. A continuación se describirán cada uno de ellos.

### 1.1 Canal de la tasa de interés y Canal del tipo de cambio

Los canales de la tasa de interés y del tipo de cambio pueden ser estudiados conjuntamente, dado que ambos tienen en común considerar la tasa de interés ( $i$ ) como la principal variable para explicar el mecanismo de transmisión monetaria. La idea principal de ambos canales es, respectivamente:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow ;$$
$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow TC \downarrow \Rightarrow TCR \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow .$$

Uno de los defensores de estos canales ha sido Taylor (1995). Antes de analizar el canal de la tasa de interés y del tipo de cambio, Taylor (1995) recomienda considerar los siguientes aspectos:

- a. Respecto a la  $i$ :
  - Utilizar una sola  $i$  de corto y largo plazo ( $i_{cp}, i_{lp}$ )<sup>1</sup>.
  - Para afectar la  $i_{cp}$  el Banco Central controla la oferta de dinero ( $M$ ). Sin embargo, dada la alta inestabilidad encontrada en la demanda de dinero, hoy día los Bancos Centrales controlan la base monetaria.

<sup>1</sup> Este punto ha sido criticado por otros investigadores porque no consideran que con un solo tipo de interés se puedan entender los efectos de la política monetaria sobre la inversión y el consumo. Para defenderse ante la crítica, Taylor (1995) asemeja la escogencia de una sola  $i$  con la estimación de la demanda de un producto: para la estimación de la demanda de un producto particular, por ejemplo el té, se tiene que utilizar un solo precio de dicho producto y no la variedad de precios que pueden existir, dado diferentes tipos o calidades que se pueden encontrar del té.

- Utilizar una función de reacción donde se muestre cómo el Banco Central ajusta la  $i$  ante el cambio de diversos factores como el producto, la inflación, etc.
- Suponer que las  $i_p$  consisten de un promedio ponderado esperado de las futuras  $i_{cp}$ . Así, si aumenta la  $i_{cp}$  y los agentes esperan que irán disminuyendo gradualmente, las  $i_p$  crecerán menos que las  $i_{cp}$ ; pero si los agentes esperan que seguirán aumentando, entonces las  $i_p$  crecerán más que las  $i_{cp}$ .

b. Respecto al tipo de cambio (TC):

- Utilizar un TC bilateral.
- Dada la alta movilidad de capital, utilizar la paridad descubierta de la  $i$  para ver los efectos sobre el TC nominal. Dado que esta paridad presenta algunas fallas, Taylor (1995) añade un término estocástico a la ecuación de la paridad.

c. Suponer expectativas racionales con rigideces en precios (P) y salarios (W), al menos temporalmente. En el largo plazo, los P y W se van ajustando lentamente, lo cual provocará que las expectativas también se vayan ajustando lentamente. Dado lo anterior, un aumento en la  $i$  conducirá a un aumento en la tasa de interés real ( $r$ ). A su vez, un aumento en el TC nominal conducirá a un aumento en el tipo de cambio real (TCR), pero una vez que empiezan a ajustarse los P y W, la  $r$  y el TCR retornarán a su equilibrio.

Considerando los aspectos anteriores, se pueden ampliar las ideas principales de los canales de la tasa de interés y del tipo de cambio expuestas al inicio:

a. *Canal de la tasa de interés*: Una política monetaria contractiva (disminución en M) aumentará la  $i_{cp}$ , la cual afectará a la  $i_p$ . Dado el supuesto

de rigideces, aumentará  $r$ , aumentará el costo de capital, lo cual provocará una disminución en la inversión (I). Pero el cambio en la  $i$  no sólo afectará a las decisiones de los empresarios sino también a las familias, disminuyendo el gasto en bienes durables. Esto traerá como consecuencia una disminución en el producto real. Una vez que P y W se ajusten, la  $r$  retornará a su nivel inicial así como también el producto real.

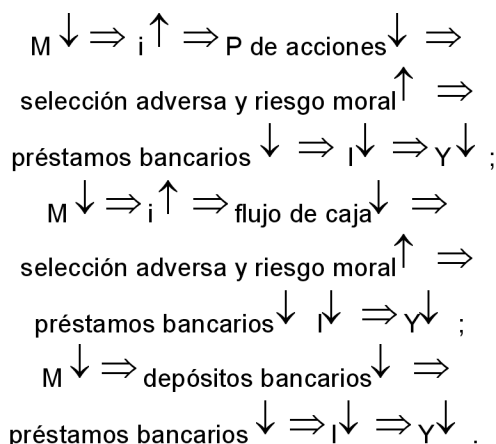
b. *Canal del tipo de cambio*: El aumento en la  $i_{cp}$  nacional respecto a la extranjera hará aumentar la tasa esperada de devaluación, dado que se debe mantener la paridad del interés<sup>2</sup>. Dado el supuesto de rigideces, disminuirá el TCR, lo cual desestimulará las exportaciones netas reales (XN), ya que los productos importados serán más baratos y los nacionales más caros. De allí, el producto real disminuirá. Nuevamente, cuando los P y W se ajusten, el TCR retornará a su nivel inicial, así como también el producto real.

El canal de la tasa de interés ha sido criticado por algunos autores, entre ellos Bernanke y Gertler (1995), al señalar que los efectos de la  $i$  sobre la I a través del costo de capital no son cuantitativamente importantes. Por esta razón, Taylor (1995) menciona en su *paper* algunas investigaciones que demostraron la alta relación negativa entre las variables. Entre ellas estuvieron las de Romer y Romer (fuerte relación negativa entre la  $i$  y el producto real), una propia de Taylor (relación significativamente negativa entre la  $r$  y los componentes de la I, así como también del consumo (C)), y la de Jorgenson (elasticidad negativa de la I respecto a la  $i$ ).

## 1.2 Canal del crédito

Dentro del canal del crédito se pueden encontrar dos tipos: la hoja de balance (o *balance-sheet*) y el canal del crédito bancario. La idea principal de ambos canales es, respectivamente:

<sup>1</sup> La paridad descubierta del interés se puede expresar de la siguiente forma:  $i_t = i_t^* + \frac{E_t}{E_{t+1}}$ . Por tanto, un aumento en la  $i$  hace aumentar la tasa esperada de devaluación, lo que implica una disminución en el TC ( $E_{t+1}$ ).



Como se puede observar, a diferencia del canal de la tasa de interés, ambos canales del crédito dejan de lado el efecto directo de la  $i$  sobre el producto a través del costo de capital. Más bien tratan de explicar el mecanismo de transmisión monetaria mediante el cambio en los préstamos bancarios, el cual se debe principalmente a las variaciones en la prima financiera externa (pfe) y en el flujo de caja. Esta posición, asumida entre otros por Bernanke y Gertler (1995), se debe a ciertas debilidades que presenta el canal de la tasa de interés. Ellas son:

a. Hay un bajo efecto cuantitativo directo de la  $i$  sobre la  $I$  a través del costo de capital. Para los autores hay otros factores que pueden afectar la  $I$  distinta a la  $i$ , por ejemplo, los flujos de caja.

b. Hay un efecto débil de la  $i_{cp}$  sobre la  $i_p$ , por tanto la  $i_{cp}$  no puede tener efecto sobre la  $I$  y el gasto en bienes durables y habría que buscar otros factores que expliquen sus cambios.

Bernanke y Gertler (1995) han señalado cuatro aspectos que describen la respuesta de la economía a los cambios en  $M$ . Ellos son los siguientes:

- a. Una disminución en  $M$  no anticipada conduce a una disminución en el producto real y la inflación, aun cuando la  $i$  aumente transitoriamente.
- b. Con la disminución en  $M$ , inicialmente hay una caída rápida en la demanda final y un aumento

en la  $I$  en inventarios. Con el tiempo, hay una desinversión en inventarios y luego una disminución en el producto. Por tanto, la disminución en el producto sigue a la disminución en la demanda con un tiempo de rezago.

- c. La disminución en la demanda final se debe principalmente a la disminución en la  $I$  residencial, seguido de una disminución en el consumo de bienes durables y no durables.
- d. Luego de la disminución en la  $I$  residencial y en el consumo, le sigue la  $I$  fija.

Si bien se puede observar una relación inversa entre la  $i$  y la  $I$ , el gasto en bienes y, por tanto, en el producto, Bernanke y Gertler (1995) señalan que el canal de la tasa de interés no es un buen mecanismo para explicar la transmisión monetaria, tanto porque no se han encontrado pruebas suficientes para respaldar un fuerte efecto de  $i$  sobre la  $I$ , como porque algunos componentes de la demanda final no reaccionan sino mucho tiempo después del cambio en la  $i$ . Además, existe un *puzzle* en el hecho de que la  $I$  fija reacciona con un gran rezago, mientras que la  $I$  residencial cambia rápidamente, aspecto que, para los autores, no explica el canal de la tasa de interés.

Por tanto, dado que la explicación de la magnitud, tiempo y composición de la respuesta de la economía al cambio en la política monetaria no puede ser explicado únicamente a través de la  $i$  por medio del costo de capital, aunado al hecho de que existe información imperfecta y otras fricciones en el mercado de crédito, el canal del crédito surgió como mecanismo de transmisión monetaria. Esto no significa que la  $i$  no juegue un papel importante en la explicación de los efectos de la política monetaria, sino que la  $i$  por sí misma, a través del cambio en el costo de capital, no es lo suficientemente fuerte para explicar la transmisión monetaria. Se necesitan factores adicionales. Específicamente para el canal del crédito, los cambios en la  $i$  afectan la pfe y el flujo de caja.

Dados los aspectos anteriores, se pueden ampliar las ideas principales de los canales de la tasa de interés y del tipo de cambio expuestas al inicio:

a. *Canal de la hoja de balance*: Existe una estrecha relación entre la posición financiera del prestatario, medido a través del valor neto (suma de los activos líquidos y garantías negociables), y la pfe, medida como la diferencia en los costos del financiamiento externo (emisión de acciones o deuda) y los del financiamiento interno (utilidades retenidas). En particular, una mejor posición financiera (un mayor valor neto) hará disminuir la pfe, ya que el prestatario dispondrá de mayores fondos internos para financiar su inversión. Además, podrá ofrecer más y mejores garantías como respaldo al préstamo bancario. De allí que los problemas de selección adversa por parte de los bancos, y de riesgo moral por parte de los prestatarios, serán menores, y los bancos estarán más dispuestos a ofrecer préstamos.

Si el Banco Central disminuye  $M$ , aumentará la  $i$  y la hoja de balance de los prestatarios desmejorará directamente, por dos razones. Una razón es el aumento en el costo del financiamiento externo. Por otro lado, el precio de las acciones empezará a disminuir (debido a que los agentes decidirán gastar menos en esos activos para mantener la misma cantidad de dinero inicial) y por tanto disminuirá el valor neto de los prestatarios. Esto implicará una desmejora en la posición financiera de los prestatarios, lo cual conducirá a un aumento de la pfe. Aumentarán los problemas de selección adversa, porque las garantías de los préstamos disminuirán, y aumentarán los de riesgo moral, porque, al tener menor valor neto, los prestatarios querrán invertir en proyectos más riesgosos. La solución de los bancos por tanto será disminuir el préstamo, lo cual conllevará a una disminución en la  $I$  y en el producto. A su vez, la posición financiera también desmejorará de forma indirecta a través del flujo de caja, ya que los ingresos de las empre-

sas podrían disminuir si sus clientes disminuyen las compras, al verse perjudicados por el alza en la  $i$ .

Se ha visto entonces que la pfe y el flujo de caja podrían explicar tanto la magnitud como el tiempo de la respuesta de la economía al cambio en la política monetaria. Empíricamente, Bernanke y Gertler (1995) probaron la validez del canal de la hoja de balance al determinar una fuerte relación positiva entre la  $i$  y la *coverage-ratio*, indicando una desmejora en la posición financiera de los prestatarios. Además, los autores mencionan en su *paper* un estudio hecho por Galati en el que demostró una relación negativa entre la  $i$  y el flujo de caja.

Otro estudio mencionado por los autores fue el de Gertler y Gilchrist sobre el papel que juega el tamaño de las empresas prestatarias ante el cambio de política monetaria. Como se pudo apreciar en los párrafos anteriores, un aumento en la  $i$  desmejora la posición financiera, sin embargo, la desmejora depende de la habilidad de los prestatarios para superar el cambio en la pfe y en el flujo de caja. Dado que por lo general las grandes empresas pueden buscar fuentes de financiamiento distintas a las bancarias -por ejemplo, el mercado bursátil y de bonos- pueden soportar más los cambios de política mediante el aumento en la  $I$  de inventarios. En cambio, la reacción de las pequeñas empresas es cambiar la producción y el empleo. En este estudio se señaló que a pesar de que las pequeñas empresas no representaban un gran porcentaje dentro de las ventas totales, los cambios producidos en su  $I$  de inventarios sí podían afectar el total. Esto explicaría la razón por la cual la  $I$  en inventarios aumenta por un buen tiempo cuando aumenta la  $i$  y luego empieza a disminuir.

b. *Canal del crédito bancario*: Si la política monetaria es tal que provocará una disminución en el préstamo bancario a través de una disminución en los depósitos, los prestatarios que dependen

fuertemente de estos préstamos –por ejemplo, las pequeñas empresas–, tendrán que buscar otros prestamistas, lo cual conllevará a un aumento en la  $i$  y de allí a un aumento en la  $pfe$ , obteniéndose las mismas consecuencias señaladas anteriormente en el canal de la hoja de balance.

Por un lado, el canal del crédito bancario ha sido aceptado como mecanismo de transmisión monetaria, porque en la realidad existe gran cantidad de empresas (principalmente pequeñas) que dependen fuertemente del préstamo bancario. El objetivo mismo de los bancos ha contribuido a ello, dado que los bancos representan la mejor institución para superar los problemas de información asimétrica del mercado crediticio. Pero, por otro lado, se ha criticado acerca de la importancia que tiene la política monetaria –en este caso contractiva– sobre la disminución de los préstamos bancarios. Por ejemplo, la implementación de las reformas financieras ha conducido al desarrollo y desregulación financiera, permitiendo que los bancos puedan superar el efecto negativo de esta política monetaria, al poder crear préstamos bancarios mediante un aumento en la  $i$  pasiva y la emisión de acciones.

Sin embargo, a pesar del desarrollo y desregulación financiera, para Bernanke y Gertler (1995) el canal del crédito no ha perdido su importancia, ya que pueden ocurrir ciertas cosas que disminuyan la capacidad de los bancos para crear préstamos bancarios. Por ejemplo, no todos los bancos tienen el capital suficiente como para hacer grandes emisiones de acciones, y, para aquellos que sí lo tienen, un aumento en la  $i$  provocará la disminución del precio de las acciones, deteriorando el capital del banco. Además, los autores determinaron tanto una baja elasticidad precio de la demanda por esas acciones como una relación positiva entre la  $i$  y la  $pfe$ .

Un punto que aún no ha sido explicado es la razón por la cual la  $I$  residencial y de bienes durables caen rápidamente ante un aumento en la  $i$ , y

no así la  $I$  fija. El canal del crédito bancario puede resolver el *puzzle* cuando el estudio se enfoca hacia el lado de las familias. Cuando la política monetaria conduce a una disminución en los préstamos bancarios, para las familias es mucho más difícil conseguir otras fuentes de financiamiento a diferencia de las empresas y por tanto deciden disminuir el gasto en bienes durables y la  $I$  residencial. Igualmente, a través del canal de la hoja de balance se puede observar este efecto, dado que un aumento en la  $i$  deteriora la hoja de balance de las familias al disminuir su flujo de caja.

Mishkin (1995) también ha estudiado el efecto de la política monetaria en las decisiones de las familias, específicamente a través del canal de la hoja de balance, enfocándose en el efecto de liquidez. Una disminución en  $M$  que provoque un aumento en la  $i$  provocará una disminución en el precio de las acciones y las familias pueden esperar que les ocurrirá una desgracia financiera. Por tanto, querrán mantener más activos líquidos y empezarán a vender o desear menos los ilíquidos, tales como los bienes durables y la  $I$  residencial.

### 1.3 Efectos en el precio de otros activos

La idea principal del efecto en el precio de otros activos es:

$$M \downarrow \Rightarrow P \text{ de activos} \downarrow \Rightarrow \\ q \text{ de Tobin} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Como se puede observar, a diferencia de los anteriores canales, los adherentes a este tipo de efectos, tales como Meltzer (1995), no sólo han puesto énfasis en el efecto que tiene la política monetaria sobre la  $i$ , sino en el precio de algunos activos, tales como los activos reales, ya que han reconocido que el mercado de dichos activos responde rápidamente ante cambios de política monetaria. En particular, el producto real y la inflación cambiarán sólo en el corto plazo y siempre y cuando los agentes esperen que los cambios en la política monetaria sean permanentes, ya que generará variaciones en el precio de los activos

reales. Por ejemplo, si los agentes creen que un aumento en  $M$  será permanente, empezarán a cambiar dinero por activos reales, lo cual hará aumentar el precio de estos últimos; si esperan que el aumento será transitorio, no harán ningún cambio entre dinero y activos reales y tampoco variará el precio de esos activos.

Para ampliar la idea principal del efecto en el precio de otros activos expuesta anteriormente, Meltzer (1995) considera tres tipos de activos: dinero, bonos o títulos que tienen un retorno nominal igual a la tasa de interés  $i$ , y capital real (bienes de capital, acciones, viviendas, terrenos, otros bienes durables, etc.) que tienen un precio igual a  $P$ . Con estos tres tipos de activos y la definición de riqueza, hay que determinar el precio relativo de dos de ellos, específicamente la  $i$  y  $P$ . El gráfico 1 representa el equilibrio del mercado de activos.

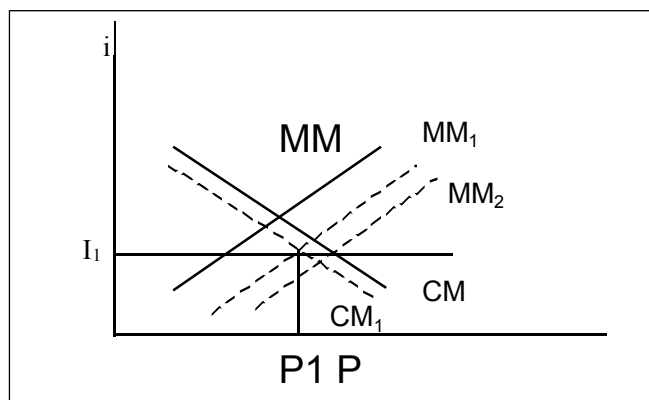


Gráfico 1

La curva  $MM$  representa el equilibrio en el mercado monetario y su pendiente es positiva: un aumento en la  $i$  provocará una disminución en la demanda de dinero; para que la riqueza se mantenga constante, es necesario un aumento en  $P$ , ya que de esa forma baja la demanda de capital real y sube la de dinero (y bonos). La curva  $CM$  representa el equilibrio en el mercado de bonos y títulos y su pendiente es negativa: un aumento en la  $i$  provocará un aumento en la demanda de bonos; para que

la riqueza se mantenga constante, es necesario una disminución en  $P$ , ya que de esa forma aumenta la demanda de capital real y baja la de bonos. El equilibrio se encuentra en la intersección de estas dos curvas.

Cuando el Banco Central hace compras de mercado abierto, el aumento de  $M$  hace desplazar la curva  $MM$  hacia la derecha hasta  $MM_1$ . Como los agentes no desean tener esa cantidad de dinero adicional, decidirán comprar más bonos y activos reales, lo cual provocará una disminución en la  $i$  y un aumento en  $P$ . Dado que la demanda de dinero reacciona de forma inversa a la  $i$  y directamente a  $P$ , el proceso continuará hasta que se restablezca el equilibrio en el mercado monetario. Como el Banco Central está recuperando sus títulos, los agentes poseerán menos títulos y, por tanto, la curva  $CM$  se desplazará hacia abajo hasta  $CM_1$ . Por ende, el nuevo equilibrio reflejará una disminución en la  $i$  y un aumento en  $P$  ( $i_1, P_1$ ), siempre y cuando el desplazamiento de la curva  $MM$  sea mayor a la de  $CM$ , lo cual concuerda con la realidad (Meltzer, 1995).

El aumento en  $P$  estimulará la  $I$ , ya que implica que las empresas podrán lograr financiar de forma más barata nuevos bienes de capital, con una pequeña emisión de acciones (aumenta la  $q$  de Tobin). La baja de la  $i$  también contribuirá a aumentar la  $I$ . El aumento en la  $I$  conducirá a un aumento en la demanda agregada y, con ello, a un aumento en el producto y los precios de los productos.

Si los agentes percibieron el cambio en la política monetaria como persistente, esperarán mayores aumentos en los precios y, por tanto, decidirán cambiar dinero y bonos por activos reales. Esto conducirá a nuevos desplazamientos de las curvas  $CM$  y  $MM$  en el gráfico 1 (hacia abajo y hacia la derecha respectivamente), lo cual conducirá nuevamente a otro aumento en la  $I$ , en la demanda agregada y en el producto e inflación.

Existen otros factores que provocarán cambios adicionales en la  $I$ . Uno de ellos es el déficit

público. Dado que el aumento en el producto implicará mayores impuestos y menor gasto público, el déficit disminuirá, lo cual conducirá a otros desplazamientos similares a los anteriores en CM y MM, y por tanto nuevamente aumentará la  $I$ .

Para comprobar el efecto en el precio de los otros activos como mecanismo de transmisión monetaria, Meltzer (1995) demostró una fuerte relación entre la inflación y el precio de las viviendas. Los *peaks* de la curva del precio de las viviendas anteceden a los *peaks* de la curva de inflación, lo cual significa que las expectativas de los agentes afectan a los precios de los activos reales y, por tanto, a la  $I$ .

Además, Meltzer (1995) trató de explicar la expansión vivida en Japón a finales de los 80s y la recesión a comienzos de los 90s, mediante el efecto en el precio de los otros activos. A finales de los 80's, Japón decidió aumentar  $M$ . Esto produjo expectativas de inflación y provocó un aumento en el precio de los terrenos y viviendas. Este proceso estimuló la producción. A principios de los 90s, Japón disminuyó  $M$  y todo el proceso se revirtió: disminuyó el precio de los activos reales, disminuyeron la  $I$  y la producción. Esta misma razón la usó Meltzer (1995) para explicar las recientes recesiones observadas en Suecia e Inglaterra.

De este esquema de transmisión monetaria se pueden ofrecer las siguientes implicancias:

- a. La forma de financiar el déficit público, a través de bonos o dinero, afectará a la  $i$  y al precio de los activos reales, y por tanto al producto real.
- b. En el análisis keynesiano o del canal de la tasa de interés, un cambio en la demanda de dinero puede ser compensado completamente por un cambio en la oferta de dinero, con el fin de mantener la  $i$  constante. Si esto se logra, no habrá cambios en la  $I$ . Bajo este nuevo esquema, el aumento de la oferta monetaria tendría que llegar hasta MM2 en el gráfico 1 para lograr tal fin. Sin embargo, aquí se puede observar que el desplaza-

miento de la curva MM ha provocado un aumento en  $P$ , lo cual conducirá a cambios en la  $I$  y por tanto en el producto.

c. Similar a lo anterior, el análisis keynesiano indica que los cambios de política monetaria no tendrían efecto sobre la  $i$  cuando exista trampa de liquidez. Por tanto, no habría cambios en la  $I$ . Bajo este nuevo esquema, por más que la política monetaria no tenga efecto sobre la  $i$ , sí lo tendrá sobre el precio de otros activos, lo cual conducirá a cambios en la  $I$ .

d. Dado que el efecto de la política monetaria no afecta una sola vez al mercado de activos, sino que se ve reforzado por expectativas permanentes de los agentes y un cambio en el déficit público, Meltzer (1995) recomienda política monetaria conducida mediante reglas que sean anticipadas (no necesariamente fijas).

## 2. Conclusiones

El presente trabajo ha supuesto la existencia de efectos reales de corto plazo de la política monetaria. De allí que el principal objetivo fue describir los mecanismos de transmisión monetaria. Varios investigadores han hecho esfuerzos para comprobar empíricamente lo anterior.

Dadas las consecuencias (algunas veces indeseables) que tiene la política monetaria en el producto e inflación, así como también en las variables que se incorporan dentro del mecanismo de transmisión monetaria (préstamos bancarios, precio de activos, etc.), hay autores que sugieren la utilización de reglas de política monetaria. Por ejemplo, Taylor (1995) recomienda una función de reacción de la tasa de interés que responda a la inflación y al producto real. Por su parte, Meltzer (1995) recomienda reglas anticipadas, no necesariamente fijas, ya que el efecto de la política monetaria sobre el mercado de activos no es por una sola vez sino que se ve reforzado por las expectativas permanentes de los agentes.

A pesar de que este trabajo supone efectos



reales de corto plazo de la política monetaria, en realidad no hay consenso entre los economistas al respecto, y más aún sobre cuán breve es ese corto plazo. La macro actual no provee una clara explicación de cómo el dinero afecta variables reales, tales como el producto. En efecto, el mecanismo por el cual el dinero incide en el producto puede tener su origen en errores de percepción de precios (como Lucas), en precios y salarios rígidos (como Fischer y Taylor), o bien, no existir una relación de este tipo, como lo sugieren los seguidores de los ciclos reales (Kydland y Prescott). Ante el conocimiento poco preciso de esta relación, la regla propuesta podría entonces desestabilizar la economía. Un ejemplo de ello podría ser la política fuertemente contractiva aplicada en Chile, la cual desencadenó la actual recesión.

Para determinar la conveniencia o no de la utilización de política monetaria, habría que comparar las ganancias o pérdidas de dejar la economía libre con la de la actuación de la autoridad. Sin embargo, la comparación se hace un poco difícil a nivel empírico, puesto que los gobiernos, guiados por sus intereses partidistas, no se arriesgarían a mantenerse inactivos.

## Referencias bibliográficas

---

- Bernanke, B. y Gertler M. (1995): "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, (Vol.9). N°4. fall, pp. 27-48, Minneapolis, Minnesota.
- Favero, C., Giavazzi, F. y Flabbi L. (1999): "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Banks' Balance sheets", **NBER Working Paper Series**, N°7231. Cambridge, Massachusetts.
- Longworth, D. y O'Reilly B. (2000): "The Monetary Policy Transmission Mechanism and Policy Rules in Canada", **Documentos de trabajo, Banco Central de Chile**, N° 72. Mayo, Santiago.
- Meltzer, A. (1995): "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: a Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, vol. 9, n 4, fall, pp. 49-72, Minneapolis, Minnesota.
- Mishkin, F. (1995): "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **Journal of economic perspectives**, (Vol. 9). N° 4. fall, pp. 3-10, Minneapolis, Minnesota.
- Obstfeld, M. y Rogoff K. (1995): "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, (Vol.9). N°4. fall, pp. 73-96, Minneapolis, Minnesota.
- Taylor, J. (1995): "The Monetary Transmission Mechanism: an Empirical Framework", **Journal of Economic Perspectives**, (Vol. 9). N° 4. fall, pp. 11-26, Minneapolis, Minnesota.
- \_\_\_\_\_ (1999): "The Monetary Transmission Mechanism: the Evaluation of Monetary Policy Rules", **Third Annual International Conference of the Central Bank of Chile on "Monetary Policy: Rules and the Transmission Mechanism"**, September, Santiago.