



ENSAYOS

sobre política económica

***Comentarios al artículo de Juan Carlos Echeverri (1993)
“Indicadores de política y canales de transmisión monetaria.
Colombia: 1975-1991”***

Jorge H. Toro C.

Revista ESPE, No. 25, Art. 05, Junio de 1994
Páginas 121-124



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

Comentarios al artículo
de Juan Carlos Echeverry (1993)

**"Indicadores de política
y canales de transmisión
monetaria.
Colombia: 1975-1991"**

*Ensayos Sobre Política Económica
(diciembre)*

Jorge H. Toro C.

I Introducción

La interesante adaptación para Colombia del artículo del Bernanke y Blinder -B&B- (1992) realizada por Echeverry (1993) introduce, entre otros, dos aspectos importantes que quisiera resaltar. El primero es la utilización de distintas variables representativas de la actividad económica, lo que contrasta con la tradicional utilización del PIB para este propósito. El segundo es el uso de la técnica de descomposición de varianza para seleccionar el mejor indicador de actividad económica.

En cuanto al primer aspecto, el principal argumento que se da para el uso de variables reales distintas del PIB consiste en los rezagos de información a los cuales esta última variable está sujeta. Esto podría, entonces, ser visto como una forma alternativa a la propuesta de Toro (1994) para enfrentar el problema de incertidumbre generada por los rezagos de información del PIB. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que este conjunto de variables alternativas reales (producción sectorial, empleo, desempleo, y ventas al por menor) son, a su vez, indicadores indirectos de la actividad económica, es decir, del PIB. En tal sentido, este tipo de ejercicio introduce un eslabón más en la selección de la mejor meta monetaria, pues ahora se estaría eligiendo aquel agregado monetario que mejor aproxime un *indicador indirecto real* de la actividad económica. En consecuencia, la confiabilidad del agregado monetario elegido para política macroeconómica dependerá ahora críticamente de la calidad del indicador real sobre el cual se base la selección del mismo.

Un segundo aspecto importante de este artículo es el uso de la técnica de descomposición de varianza para estudiar las relaciones entre los agregados monetarios y la actividad real. Dicha técnica se presenta como una mejor alternativa que la prueba de Granger, la cual se critica severamente por su falta de robustez. Las debilidades de la prueba de Granger son de diverso tipo, como puede consultarse en Stock and Watson (1989). Sin embargo, la falta de robustez no necesariamente invalida la prueba de Granger, siempre que la especificación de esta última haya sido elegida sobre una base sólida. En efecto, si, como hace Toro (1994) a) se escoge la estructura de rezagos no arbitrariamente sino utilizando un criterio de información como el FPE; b) se toma la precaución de revisar raíces unitarias y de trabajar con primeras diferencias, cuando sea requerido, y c) se toma en cuenta la estacionalidad de las series usando dummies o desestacionalizando; se podría entonces estar razonablemente seguro de que la especificación elegida para la prueba de Granger es la más plausible, lo cual hace mucho menos importante cualquier problema de robustez.

Debe, además, reconocerse que no existe prueba econométrica que no tenga desventajas, y de ello no se escapa la descomposición de varianza. Las principales debilidades de este método, de acuerdo con B&B, son: dependencia del orden y horizonte de las variables, y bajos niveles de significancia estadística. A este respecto, tal como B&B correctamente lo anotan: "...En vez de llevar a cabo un debate sin sentido sobre cuál medida es superior [ie. Granger vs. Descomposición de Varianza] permítasenos simplemente decir que cada una proporciona información relativamente diferente" ¹.

Precisamente, esa falta de significancia puede conducir a la deducción de funciones impulso-respuesta bastante dudosas. Este parece ser el caso del comportamiento

1 Bermanke y Blinder (1992). La traducción es nuestra.

procíclico que se obtuvo para M1, lo que indicaría que la oferta monetaria tiene un importante componente endógeno. Tal resultado contrasta abiertamente con las conclusiones de Leiderman (1984), y con las de Reinhart & Reinhart (1991), quienes a partir de metodología VAR concluyen que la economía colombiana encaja bastante bien en un modelo tipo monetarista en el cual el crecimiento de la oferta de dinero, y del PIB son autónomos y los choques monetarios se manifiestan básicamente en incrementos de precios. Tampoco es clara la compatibilidad entre un comportamiento procíclico de M1 y uno anticíclico de la tasa de interés, si al mismo tiempo se demuestra que el efecto liquidez es negativo, confirmando un resultado que habíamos obtenido en otra oportunidad (Toro, 1987). Si uno acepta lo primero, mediando el efecto liquidez, ello implicaría que la tasa de interés también sería procíclica. Luego es claro que las funciones impulso-respuesta para M1 y tasa de interés son contradictorias.

Finalmente, no compartimos la selección de la tasa de interés como meta monetaria sobre la base de que su función de reacción se comporta como cabría esperar. Recuérdense los criterios de Poole (1970) para seleccionar una meta monetaria: en condiciones de una demanda de dinero estable e inelástica a la tasa de interés, la oferta de dinero es una meta superior al minimizar la función de pérdida en términos de las desviaciones del ingreso de su valor deseado. Existe suficiente evidencia en Colombia para mostrar que dichas condiciones se cumplen.

Bibliografía

- Bernanke, Ben S. and Alan S. Blinder (1992), "The Federal Funds and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, pp. 901-921
- Leiderman, Leonardo (1984), "On the Monetary-Macro Dynamics of Colombia and Mexico", *Journal of Development Economics*, Vol. 14, pp. 183-201.
- Poole, William (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 (May), pp. 197-216
- Reinhart, Carmen M. and Vincent R. Reinhart (1991), "Output Fluctuations and Monetary Shocks", *IMF Staff Papers*, Vol. 38 No. 4, pp. 705-735
- Stock James H. and Mark W. Watson (1989), "Interpreting the Evidence on Money-Income Causality", *Journal of Econometrics*, Vol. 40, pp. 161-181
- Toro, Jorge (1987), "Tasa de Interés y Variaciones en el Grado de Apertura de la Economía Colombiana Durante el Período 1967-1985", *Desarrollo y Sociedad*, No. 20, Septiembre, pp. 127-175