

Comentario sobre "La Meta Intermedia de la Política Monetaria: Consideraciones sobre la Calidad de los Agregados Monetarios", por Carolina Rentería*

En este interesante artículo se analiza cuál es el agregado monetario que debe escogerse como meta del manejo monetario con base en dos criterios: "debe ser tanto **exógeno**, la autoridad ejerce control sobre él, como **efectivo**, influye sobre la variable económica que se quiere afectar" (pag. 66).

Ambos criterios se definen mediante pruebas de causalidad de Granger. Para que haya exogeneidad se requiere, según la autora, que el agregado monetario no sea causado —es decir, predeterminado estadísticamente— por la variable que se busca controlar —el nivel de precios o el nivel de actividad económica. Para que haya efectividad, se requiere que el agregado monetario predetermine la variable que se quiere controlar. Una vez hechas ambas pruebas de causalidad se ponderan los estadísticos F correspondientes y se encuentra que, si el objetivo es controlar la variación de precios, la mejor meta de manejo monetaria es M1B (un agregado de M1 más los depósitos de ahorro en las CAV), seguida luego por M1. Sin embargo, como

hay fuerte evidencia de que la inflación retroalimenta a estas variables —es decir, que no se cumple la condición de exogeneidad—, "no es necesariamente cierto que se deba usar a la política monetaria como el instrumento exclusivo para obtener determinadas metas [de inflación]" (pag. 85).

Aunque quizás sea una conclusión correcta, no se deduce realmente de los resultados. Las pruebas de causalidad únicamente nos dicen que el comportamiento de los medios de pago en el pasado ha estado predeterminado por lo ocurrido con los precios, pero el hecho de si la autoridad monetaria pueda ejercer control sobre él es un asunto distinto, que se responde simplemente comprobando si existen o no instrumentos monetarios adecuados. ¿Alguien dudaría que en Colombia han faltado instrumentos de control monetario o que las autoridades no han estado en posibilidad de usarlos? Lo que claramente sugiere la ausencia de exogeneidad en el sentido estadístico es que las autoridades han tendido a utilizar esos instrumentos para adecuar la oferta monetaria a las necesidades de liquidez, tomando como dada la inflación inercial. Actitud muy razonable, valga decirlo.

* Publicado en *Banca y Finanzas*, No. 20, abril-junio de 1991.

También es criticable la presunción de que la autoridad monetaria escoge bien sea controlar el nivel de precios o bien el nivel de actividad económica, pero no una combinación de ambos. El punto es interesante porque M1 resulta ser, justamente, el agregado que mayor causalidad ejerce sobre la actividad económica anual (y además también el más exógeno a ella). Esto quiere decir que si se escoge M1 como meta monetaria para reducir la inflación, ya que hay efectividad en este sentido, entonces podría estar maximizándose el efecto recesivo sobre la actividad productiva. El verdadero problema de efectividad consiste en realidad en escoger el agregado que ejerza el mayor efecto sobre los precios y el más tenue sobre la actividad productiva.

Obviamente, este método tampoco estaría exento de dificultades, en particular porque sería necesario establecer qué importancia darle al control inflacionario frente a los costos recesivos para escoger el agregado monetario óptimo. La definición de este tipo de ponderaciones es siempre un

juicio de valor, altamente arbitrario (como también lo es, de paso, la ponderación de los F de exogeneidad y efectividad que se hace en el artículo). Sin embargo, puesto que en la práctica la variable utilizada en Colombia como meta del control monetario han sido siempre los medios de pago, se deduce que las autoridades monetarias han otorgado una ponderación alta al control de la inflación frente a los costos recesivos de ese control. Lo cual también es una actitud razonable que, como bien se sabe por las experiencias de América Latina, es un seguro contra las políticas populistas.

Finalmente, y en un plano un poco más técnico, es una lástima que no se hubieran presentado pruebas de cointegración entre los agregados monetarios y los precios, ya que las pruebas de causalidad de Granger no permiten ver la relación de largo plazo entre estas variables, la cual, en caso de existir, implica también la presencia de mecanismos de ajuste de corto plazo que pueden ir en cualquier dirección.