



**Comentarios al Documento:
*Mecanismos de Transmisión de la Política
Monetaria en Costa Rica: 1991-2007***

Julio G. Andújar Scheker, BCRD



Generalidades

- Castrillo, Mora y Torres (2008) representa un tipo de investigación ***necesaria e ineludible*** para los bancos centrales.
- Por su naturaleza, los bancos centrales ***deben entender*** como sus decisiones de política monetaria afectan la economía. La pregunta es ***como abordar*** el tema en cuestión.
- En general, el conocimiento de los mecanismos de transmisión pasa por el entendimiento de los impactos ***cualitativos***, de los efectos ***cuantitativos*** y de los ***rezagos*** con que las medidas de política afectan a las variables relevantes. Otros temas relevantes son entender si hay variaciones en los efectos al tomar en cuenta el ***horizonte de tiempo*** (corto, largo plazo), ***el tipo de política*** (asimetrías) y los ***procesos de aprendizaje***.
- Mis ***comentarios*** van a girar en torno a como Costa Rica ha abordado estos problemas, que tipo de cosas faltarían por hacer y que diferencia, si alguna, existe con la forma como otros países han abordado el estudio de los mecanismos de transmisión.



La Investigación

- En CR, la investigación parte del ***desarrollo teórico*** (Madrigal et al, 1999) como ocurre en muchos países.
- Luego se han estudiado los canales por ***separado***: tasas de interés (Madrigal et al, 1999b; Flores et al, 2000); crédito bancario (Flores et al, 2000; Mayorga y Torres, 2004); mas tasa de interés (Muñoz y Tenorio, 2008; Duran y Esquivel, 2008); y expectativas (Muñoz y Tenorio, 2008; Castrillo et al, 2008).
- Este es el camino que han seguido otros países de la región (i.e. RD). Excluye de la agenda de investigación el ***canal de la riqueza***, algo lógico por el estadio de desarrollo de la economía.
- Los autores aclaran algo que es cierto y es que el estudio de los mecanismos de transmisión siempre es una ***actividad en proceso***.



La Metodología

- Como **estrategia econométrica**, Castrillo et al (2008) utilizan modelos **svr** y **var** y toman de estos las **FIR** para evaluar los mecanismos de transmisión. Correctamente, reconocen los límites de esta metodología de transmisión a través de **FIR**.
 - Esta metodología tiene sus limitaciones, las cuales se reconocen en el documento (i.e. los resultados de las **FIR** dependen de la muestra o del orden establecido para las variables).
 - En esta parte metodológica tendría cuatro observaciones:
 - Este reconocimiento me permite sugerir experimentar con otros métodos (i.e. **rolling regressions**) para explorar **cambios en los parámetros de los mecanismos de transmisión para diferentes periodos**.
- El documento se enriquecería con información mas completa sobre el indicador que se toma como **TPI**. En ese sentido, se debe abundar a la luz de la literatura porque es relevante escoger los indicadores que se toman como **TPI** en las diferentes épocas.
- El mayor aporte del documento en términos de agregado, es el estudio del canal de las expectativas. En ese sentido, el texto debería explicar mejor el proceso de formación de expectativas y las razones por las que se utilizan como proxy de expectativas las variables que se escogen. En el formato actual esto se limita a un breve comentario en el apéndice y a unas referencias bibliográficas



La Metodología

- Otras sugerencias, aunque casi **de forma**, siguen teniendo importancia:
 - Como lector, me interesaría tener mas información, a la luz de la literatura, de la **elección de la TPM** en los estudios. En el análisis en CR, la TPM se mueve entre tasas a 6 meses (BEM), tasas a un mes (bonos del BCCR) y tasas a un día (overnight).
 - También, dado que una de las contribuciones esenciales del documento es la contrastación del canal de expectativas, me gustaría tener mas información sobre el **proceso de formación de expectativas** en los modelos. En el formato actual, la información se **limita** a un breve comentario en el apéndice y a unas pocas referencias bibliográficas.



Resultados

- Al utilizar modelo svar y datos trimestrales, el trabajo concluye que aumentos en la TPM generan reducciones en el crecimiento del TCR, en la inflación y en las expectativas de la inflación. El impacto en la brecha del producto es débil. Por tanto, se concluye que la influencia de las expectativas sobre la inflación es importante.
- En esta parte del documento se da una cierta confusión en términos de simultaneidad. Quien influye a quien, las expectativas de la inflación a la inflación o viceversa. Una prueba de causalidad ayudaría



Resultados: Modelos Trimestrales

- No queda claro en el documento que se buscaba al incluir los ***componentes de la demanda*** en el var, conjuntamente con la medida de actividad económica.
- Finalmente, tanto en el svar como en el var trimestral queda en el aire la pregunta de si los resultados serían diferentes para política monetaria expansiva.
- Este último es el punto de la asimetría en los mecanismos de transmisión, algo que luce quedar pendiente en la agenda de investigación de MdT de CR y que se podría solucionar con modelos star o de cambios de regímenes.



Resultados: Hay un ausente

- Conozco trabajos interesantes que incluyen aspectos de asimetría y que se han hecho en el BCCR. Tal es el caso de los enfoques de canal de crédito con asimetrías claras (bancos pequeños vs bancos grandes; bancos privados vs bancos públicos; bancos domésticos vs bancos extranjeros)
- Extrañamente, el canal del crédito se minimiza en el resumen, casi al nivel del canal de riqueza a pesar de que este canal tiende a ser importante en países donde los sistemas financieros están en un estadio de desarrollo bajo.



Resultados: Datos Mensuales

- La estimación del var mensual utiliza datos que comienzan en 1999. Los resultados sobre las tasa de mercado son los esperados con rezagos entre 3 y 7 meses. Queda la pregunta de si ese traspaso es **completo** y de si afecta a las tasas pasivas de la misma forma que afecta a las tasas activas (**tema de asimetría**).
- En una segunda estimación se excluyen los últimos 15 meses de muestra para recoger el impacto en la era de las minidevaluaciones. En el futuro cuando existan suficientes datos, será mandatorio identificar una ruptura estructural con el cambio de régimen.