



**Banco Central de Venezuela
Vicepresidencia de Estudios
Oficina de Consultoría Económica**

Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Venezuela

**Adriana Arreaza
Norka Ayala
María Amelia Fernández***

Diciembre, 2001

*Agradecemos a Carolina Pagliacci, Victor Olivo, José Pineda, Omar Bello y
Oswaldo Rodríguez por sus valiosos comentarios

Diciembre, 2001

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los objetivos fundamentales del Banco Central de Venezuela es defender el valor interno de la moneda. Para ello se hace necesario determinar en qué medida y de qué manera las acciones de política monetaria se filtran al resto de la economía y finalmente a la dinámica de los precios. Igualmente, resulta relevante analizar cómo responde la política monetaria ante fluctuaciones en el producto y los precios, es decir, si la política monetaria sigue algo similar a una regla de Taylor, o si la efectividad de la misma se ve afectada por variables fiscales y cambiarias, como se espera en el caso venezolano.

En la presente investigación se utilizó la técnica de vectores autorregresivos (VAR) estructurales debido a que, en nuestro criterio, permite obtener resultados más confiables que los alcanzados usando VAR tradicionales. En los VAR tradicionales, generalmente se emplea la descomposición de Choleski para obtener las innovaciones estructurales a partir de los residuos estimados, para luego calcular las funciones impulso-respuesta. Ello implica suponer que los errores estructurales se derivan mediante un proceso recursivo, lo cual puede incluir supuestos de identificación poco adecuados. Por el contrario, los VAR estructurales permiten imponer las restricciones que se consideren apropiadas para derivar las innovaciones estructurales a partir de los residuos estimados. Un antecedente en el caso venezolano lo constituye el estudio de Guerra, Rodríguez y Sánchez (1998) quienes utilizan VAR tradicionales y de corrección de error con datos de frecuencia trimestral. Dada nuestra preocupación por los grados de libertad en las estimaciones, se optó por utilizar datos mensuales, siendo que las series del PIB trimestral sólo están disponibles a partir de principios de los noventa.

El documento se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta un análisis de la conducción de la política monetaria en Venezuela con especial énfasis en la década de los 90. En la tercera sección se exponen brevemente los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria. En la cuarta sección se encuentran los resultados econométricos de la estimación de la función de reacción del banco central y de los mecanismos de transmisión. Por último, se exponen las conclusiones del estudio.

2. LA POLÍTICA MONETARIA EN VENEZUELA

Desde sus inicios, el objeto del Banco Central de Venezuela como instituto encargado de la política monetaria ha sido crear y mantener las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, así como asegurar la continuidad de los pagos internacionales¹.

Tal y como se muestra en el Cuadro N°1 en el Anexo, los instrumentos de política comúnmente utilizados para lograr los objetivos trazados han sido el encaje legal, la asistencia financiera a

¹ La Ley del Banco Central de Venezuela de 2000 establece más explícitamente que el objeto es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor de la moneda.

través de los anticipos y redescuentos y las operaciones de mercado abierto². Sin embargo, a partir de 1989 con el programa de ajuste macroeconómico, implementado a raíz de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, los mecanismos indirectos de control monetario comenzaron a tener mayor importancia y efectividad, ante la necesidad de una actuación más activa por parte del Banco Central de Venezuela que le permitiera propiciar el equilibrio en los mercados monetario y cambiario. Anteriormente (con excepción de septiembre de 1981 y febrero de 1984), la efectividad de estos mecanismos indirectos fue solapada al actuar conjuntamente con mecanismos directos como el manejo discrecional de las tasas de interés y establecimiento de requerimientos mínimos de cartera crediticia con tasas de interés preferenciales para diversas actividades (sector construcción y agropecuario).

En 1989 las operaciones de mercado abierto pasaron a ser el instrumento de política preponderante, con la particularidad de emisión de títulos propios del Banco Central de Venezuela. Desde entonces, hasta octubre de 1999³, la política monetaria ha tenido un carácter contractivo, salvo en 1994 a raíz de la crisis financiera, y se ha basado principalmente en la utilización de mecanismos indirectos de control monetario⁴.

Una limitación al impacto y efectividad de la política monetaria en Venezuela a lo largo de la década de los noventa ha sido la presencia de regímenes cambiarios con distintos grados de predeterminación. En este sentido, el compromiso de cumplir con el régimen cambiario, particularmente a partir de la implementación en 1996 del régimen de bandas, ha propiciado una participación más activa del Banco Central de Venezuela dentro del mercado cambiario. De hecho, en los últimos años la venta de divisas ha sido también utilizada como (o ha servido también de) instrumento de control monetario, hasta ser el instrumento de ajuste más importante en el último semestre del 2000.

En cuanto a la forma de conducir la política monetaria, la Ley del Banco Central de Venezuela establece que durante el primer mes de cada semestre el Directorio del Banco aprobará las directrices de la política monetaria que contenga las metas y estrategias que orientarán su acción. Con el fin de operativizar estas acciones, el Banco diseña un programa monetario que consiste en la determinación, fijación y seguimiento de una meta monetaria intermedia, consistente con los objetivos finales del programa económico.

En 1984 se elaboró el primer modelo de programación monetaria, con el fin de controlar la inflación a través de la liquidez monetaria (M2) como meta intermedia. Sin embargo, su ejecución estuvo limitada por los controles del tipo de cambio y de tasas de interés impuestos en ese período. Con el programa de ajuste de 1989 se rediseñó el modelo y oficialmente comenzó a ejecutarse el programa monetario. Desde entonces, la meta ha dependido del esquema cambiario vigente. A saber, con tipo de cambio flexible y flotación libre de las tasas de interés, se ha utilizado el dinero base como meta intermedia. Mientras que bajo un esquema de tipo de cambio

² Si bien han sido los instrumentos más comunes, en ocasiones se han utilizado otros instrumentos específicos, con el fin de mantener el mercado en equilibrio. Por ejemplo, la asistencia financiera indirecta de 1985 con la creación de FOGADE y FOCOCAM (luego sustituida por FICAM).

³ En este mes ocurrió la última emisión de TEMs.

⁴ Sin embargo, en ocasiones el BCV ha hecho uso del manejo discrecional de tasas de interés, como en el caso de 1998 cuando se elevaron significativamente las tasas de interés anual que cobra por la asistencia crediticia a la banca y por el incumplimiento del encaje (Ver Cuadro N°3 en el Anexo). Aunque el resultado de repunte general de las tasas de interés en 1998 también estuvo incentivado por las Operaciones de Mercado Abierto.

fijo o predeterminado, como el de bandas de fluctuación, la variable intermedia ha sido el crédito interno neto⁵.

En el Cuadro N°1 se esquematizan los objetivos finales, metas intermedias y variables instrumentales del programa monetario venezolano, bajo los distintos escenarios de tasas de interés y de tipo de cambio. Con relación a los resultados obtenidos, cabe resaltar que hasta 1998 claramente se expresaba en los informes económicos del Banco Central de Venezuela que la programación monetaria-financiera había permitido ajustar los niveles de intervención del Instituto en el mercado monetario y cambiario, para corregir desvíos ocasionados por la incidencia de la gestión fiscal y los cambios autónomos en la demanda de dinero.

Cuadro N° 1
Programa Monetario de Venezuela

Período	Objetivos Finales	Meta Monetaria Intermedia ^{1/}	Variable Instrumental	Escenario
1989-92	Inflación	Dinero base	Operaciones de Mercado Abierto con emisión de Títulos propios (Bonos Cero Cupón (BCC))	- Programa Económico bajo el Acuerdo del FMI - Tipo de cambio flexible - Flotación de las tasas de interés
1993-99	- Inflación. - Sostenibilidad del tipo de cambio nominal.	Crédito interno neto	Operaciones de Mercado Abierto con Emisión de Títulos propios (en 1995 los BCC fueron sustituidos por los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM))	- Desde 1996 la “Agenda Venezuela”. - Tipo de cambio fijo o predeterminado. (Control de cambio y desde 1996 banda de fluctuación cambiaria). - Flotación de las tasas de interés.
2000	- Inflación. - Sostenibilidad del tipo de cambio nominal prefijado.	Crédito interno neto y dinero base	Venta de divisas	- Banda de fluctuación cambiaria. - Flotación de las tasas de interés.

Fuente: BCV

1/ Variable final del programa monetario

A pesar de los lineamientos de política establecidos por el Directorio del Banco Central de Venezuela y del diseño del programa monetario, en la práctica, la ejecución de la política monetaria ha estado condicionada también a la política fiscal, más específicamente, el carácter expansivo o restrictivo de la política monetaria ha estado inversamente determinado por la ejecución del gasto fiscal. Como señala Mirabal (1999), mejoras fiscales asociadas a incrementos en los precios del petróleo inducen incrementos en el nivel de monetización que requieren una actuación más restrictiva del BCV. Asimismo, la diversidad de objetivos que ha pretendido alcanzar la política monetaria en determinados períodos, junto a circunstancias como interrupción de los programas de ajustes, la crisis financiera, controles de cambio, han limitado su eficiencia en el logro de sus objetivos generales. Por otro lado, con relación a los instrumentos de política,

⁵ “En situaciones ambiguas en cuanto al rol del tipo de cambio y de las reservas internacionales dentro de la estrategia de política económica o cuando se inicia un programa de estabilización, es recomendable hacer un seguimiento a la base monetaria, aunque la variable meta sea el activo interno neto” Mirabal (1999).

Mirabal (1999) señala que *“la eficacia del instrumento para lograr los objetivos de política ha estado condicionada, en algunos casos, por la alta incidencia expansiva del gasto público y en otros debido a la caída recurrente de la demanda de dinero...”*.

Tenemos pues, que la política monetaria en Venezuela en la última década se ha fundamentado en una programación financiera orientada hacia el control de agregados monetarios, pero ha estado condicionada tanto por la política cambiaria como por la política fiscal.

3. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Existen diversos modelos para explicar los canales a través de los cuales los instrumentos de política monetaria pueden afectar las variables objetivo, como pueden ser la inflación, el nivel de activos externos netos o el tipo de cambio⁶. En esta sección se exponen brevemente los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria, a saber, el mecanismo monetario, el canal del crédito, y el mecanismo cambiario para economías abiertas. Este breve análisis que presentamos de la evolución y diferencias de los mecanismos más discutidos en la literatura reciente se basa en Neumann (1995) y en Cecchetti (1995).

3.1 El Mecanismo Monetario

El mecanismo tradicional empleado en los libros de texto para explicar la transmisión de la política monetaria al resto de la economía es el mecanismo del dinero introducido por Keynes en su Teoría General. En este mecanismo se agregan todos los activos de la economía en dos categorías: monetarios y no monetarios. Los últimos, recogen tanto activos financieros como bienes de capital, suponiendo que ambos son sustitutos perfectos. Este supuesto de perfecta sustitución entre bienes de capital y activos financieros es lo que permite que la política monetaria se transmita a la demanda agregada mediante una tasa de interés única y que la elasticidad de la demanda de dinero sea el único determinante de la efectividad de la política monetaria. De este modelo se deriva la clásica interpretación de que una reducción de la cantidad de dinero aumenta el costo del crédito, reduciendo ello la inversión al eliminarse los proyectos marginalmente menos rentables, y por ende induciendo caídas en la demanda agregada.

Las restricciones analíticas de esta teoría condujeron a desarrollos posteriores como aquella de los precios relativos o teoría monetario para explicar los mecanismos de transmisión (Brainard y Tobin (1963)). Según esta explicación, a diferencia de la teoría Keynesiana, los activos financieros y de capital son sustitutos imperfectos. Ello implica que cambios inesperados en la oferta de dinero alteran todos los precios relativos, induciendo cambios en la composición del portafolio de los agentes y por consiguiente en sus decisiones de consumo e inversión que finalmente se transmiten a la demanda agregada. Por lo tanto, el impacto de la política monetaria puede ser entendido a través de la caracterización de cómo cambia la composición de la tenencia de activos. Dado que en estos modelos no se consideran imperfecciones de mercado, ante cualquier caída de la inversión sólo los proyectos menos productivos dejan de financiarse, haciendo que la distribución del financiamiento disponible entre sectores sea socialmente eficiente.

⁶ Ver Taylor (2000) para una comparación entre varios modelos existentes en la literatura.

3.2 El Mecanismo del Crédito

La presencia del canal de crédito puede amplificar los efectos del mecanismo tradicional de la política monetaria. Esta teoría considera los efectos de la hoja de balance de las empresas y los efectos de los préstamos a través de intermediarios. En cuanto a la situación del balance de las empresas, ésta tiene implicaciones sobre la capacidad de adquirir préstamos, debido a problemas de asimetría de información y de riesgo moral en los mercados. Las políticas de restricción de liquidez pueden reducir las ventas futuras e incrementar el valor real del endeudamiento, lo cual deterioraría el valor de las empresas reflejado en los balances. Con esto, las empresas pierden capacidad de contraer nuevo endeudamiento, dado que se estarían generando incentivos para subestimar el riesgo de los proyectos de inversión potenciales. Como resultado, aumenta la prima de riesgo para nuevos créditos de las empresas. El efecto de la hoja de balance implica que la curva de la eficiencia marginal de la inversión depende de la proporción de deuda de la empresa. Por ende, dado un cambio en la tasa de retorno del dinero, los prestamistas estarán dispuestos a conceder menos crédito para un proyecto de inversión determinado en tanto mayor sea el nivel de deuda del inversor potencial. Bajo este mecanismo, la política monetaria tiene un impacto distributivo, pues afecta de manera disímil a los agentes dependiendo de su grado de endeudamiento. Esto explica cómo pequeños cambios en las tasas de interés pueden tener un impacto importante en la inversión.

Otra explicación para el canal del crédito se basa en el supuesto clave de que existen empresas que sólo pueden financiarse mediante préstamos bancarios (pequeñas y medianas empresas que no pueden participar en el mercado de capitales). Un supuesto importante en este canal es que los activos del portafolio de los agentes se distribuyen entre dinero, préstamos y todos los demás activos. Una reducción de la cantidad de dinero tiene un efecto contractivo en las reservas de los bancos y por ende en los depósitos, lo cual puede traducirse en una reducción del crédito. Esto impide que las empresas que se financian únicamente mediante créditos obtengan préstamos para nuevos proyectos de inversión, en ausencia de sustitutos cercanos a los créditos. De operar este mecanismo en la economía los efectos de la política monetaria son distribuidos desigualmente, pues afectan particularmente a los prestatarios que dependen exclusivamente del crédito, independientemente de la eficiencia marginal del proyecto.

3.3 El Mecanismo Cambiario

En economías abiertas, las acciones de política afectan también el comportamiento del tipo de cambio, lo cual puede distribuirse al resto de las variables de la economía. Cabrera y Lagos (2000) esbozan este mecanismo, basándose en un modelo desarrollado en Kamin (1996), que intenta explicar la apreciación del tipo de cambio real durante procesos de estabilización fundamentados en anclajes cambiarios. Este tipo de modelos son útiles para explicar el efecto del tipo de cambio al resto de la economía en el caso venezolano para la década de los noventa, siendo que durante la mayor parte de este período se han aplicado anclajes cambiarios.

El modelo se centra en la dinámica del tipo de cambio real en el corto y mediano plazo, con base a desequilibrios entre la demanda y la oferta de bienes transables y no transables⁷. El tipo de cambio real se define como el precio de los bienes transables con relación a los no transables. En este contexto, una expansión monetaria que genere un exceso de gasto sobre el producto ocasionará un exceso de demanda en los mercados de bienes transables y no transables. En presencia de flujos de capital, el desequilibrio en el mercado de bienes transables se traduce en un incremento de las importaciones financiado por la cuenta de capitales. Esto hace que los desbalances en la cuenta comercial no se traduzcan, en el corto plazo, en movimientos en el tipo de cambio nominal. Debido a esto, el precio de los bienes transables no se altera. Por el contrario, en el mercado de no transables el exceso de demanda genera un incremento en el precio de estos bienes, resultando ello en una reducción en el tipo de cambio real.

La versión del modelo es la siguiente:

$$\text{TCRE}_t = a_0 - a_1 (G/Y)_t \quad a_1 > 0 \quad (1)$$

$$\pi_t^n = b(\text{TCR}_{t-1} - \text{TCRE}_{t-1}) \quad b > 0 \quad (2)$$

El tipo de cambio real de “equilibrio”, TCRE, se define en este modelo como aquél que vacía el mercado de los bienes no transables para un nivel dado de la demanda agregada en el corto y mediano plazo. Este concepto difiere del concepto tradicional de tipo de cambio real de equilibrio como el tipo de cambio que induce el equilibrio sostenible en la cuenta corriente para un nivel de producto determinado por los fundamentos de la economía, pues el interés del modelo se centra en observar la dinámica del tipo de cambio real en el corto y mediano plazo. La ecuación (1) representa pues, el equilibrio en el mercado de bienes no transables, donde el TCRE depende inversamente de la brecha gasto-producto, G/Y . La ecuación (2) refleja un proceso de ajuste parcial de los precios de los bienes no transables, π^n , respecto a la brecha entre el tipo de cambio real efectivo y el de equilibrio. Sustituyendo (1) en (2) obtenemos:

$$\pi_t^n = -ba_0 + b\text{TCR}_{t-1} + ba_1(G/Y)_{t-1} \quad (3)$$

La ecuación (3) supone que el precio de los no transables se desliza uniformemente en el tiempo para cerrar la brecha entre el tipo de cambio actual y el de equilibrio. Ante un incremento en la brecha gasto-producto, el TCRE cae y el ajuste hacia el nuevo equilibrio se concreta vía incrementos en la inflación en los bienes no transables con la consiguiente apreciación del TCR. De esta manera, π^n dependerá del tipo de cambio real y de (G/Y) . En este contexto, los efectos de los instrumentos de política monetaria y el objetivo de política (inflación, tipo de cambio, reservas, entre otros), deberá pasar por la relación gasto-producto. Por ejemplo, una contracción de base monetaria que produzca un alza en las tasas de interés, reducirá la brecha gasto-producto incrementando el tipo de cambio real de equilibrio. En un régimen de tipo de cambio predeterminado, esto reducirá las presiones inflacionarias en los bienes no transables.

⁷ Los supuestos básicos del modelo son: una economía pequeña y abierta que produce bienes transables y no transables; el capital es específico a ambos sectores, el factor trabajo es móvil entre sectores y cuenta con rendimientos decrecientes, el precio doméstico de los transables se determina por el tipo de cambio nominal y el nivel internacional de precios; el precio relativo de los no transables se determina a partir del equilibrio de la oferta y la demanda. Los productores en cada sector maximizan su beneficio.

Para analizar los mecanismos de transmisión, en este estudio se emplea la metodología de los vectores autorregresivos estructurales. La ventaja que ofrece este método, propuesto inicialmente por Sims (1986) y Bernanke (1986), sobre los VAR tradicionales es que permite hacer que todos los supuestos de identificación para recuperar las innovaciones estructurales a partir de los residuos estimados del vector autoregresivo sean consistentes con la teoría económica. Considérese el siguiente modelo en su forma estructural (Enders, 1995):

$$BX_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

donde B es la matriz de coeficientes que expresan la relación contemporánea entre las variables endógenas, X_t es un vector de n variables endógenas, y ε_t son las innovaciones estructurales. Se asume que ε_t son independientes y siguen una distribución normal. Premultiplicando la expresión anterior por B^{-1} tenemos:

$$X_t = B^{-1}\Gamma_0 + B^{-1}\Gamma_1 X_{t-1} + B^{-1}\varepsilon_t$$

Definiendo $A_0 = B^{-1}\Gamma_0$, $A_1 = B^{-1}\Gamma_1$ y $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$, obtenemos el modelo estándar de estimación de los VAR:

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + e_t$$

Para obtener las funciones impulso-respuesta debemos recuperar las innovaciones estructurales, ε_t , a partir de los residuos e_t del VAR en su forma tradicional. Con la metodología de los VAR estructurales, podemos establecer restricciones sobre la matriz B basadas en la teoría económica, de manera que se obtengan ortogonalizaciones no recursivas de los errores.

Para establecer los supuestos de identificación, en esta investigación se formularon restricciones de corto plazo relativas a la correlación contemporánea entre las variables, similares a las empleadas por Cabrera y Lagos (2000) para la economía chilena. Consideramos que estos supuestos son razonables para el caso venezolano. A continuación enumeramos los supuestos empleados, los cuales se detallan para cada modelo en el Anexo:

- Se supone que la variable instrumento de política no responde contemporáneamente a otras variables, excepto al comportamiento del tipo de cambio nominal, a las ventas de divisas, al nivel de reservas internacionales y a la incidencia fiscal en la base monetaria⁸.
- Las variables reales (actividad, tipo de cambio real) responden con rezago al resto de las variables, es decir, no existe correlación contemporánea con el resto de las variables.
- Las variables financieras, como el índice bursátil, responden contemporáneamente a todas las variables, excepto a las reales, ya que no se dispone de información sobre las mismas para la frecuencia mensual.

⁸ La variable Incidencia Fiscal sobre la Base Monetaria es calculada en el Departamento de Análisis Económico del BCV. La metodología consiste en restar a todos los ingresos del gobierno, tanto internos como externos procedentes del público o del sistema bancario, los egresos por concepto de operaciones cambiarias del gobierno central, transferencias de recursos hacia entes distintos del público o del sistema bancario y la variación de las cuentas mantenidas en el BCV.

- El tipo de cambio nominal es predeterminado y por lo tanto no está correlacionado contemporáneamente con ninguna otra variable⁹.
- Los precios sólo responden contemporáneamente al tipo de cambio y no dependen de variables reales contemporáneas.
- El tipo de cambio real sólo reacciona contemporáneamente a cambios en el tipo de cambio nominal, en los precios internacionales y en los precios de los bienes no transables.

Los datos empleados son de frecuencia mensual y abarcan el período entre 1989 y 2000. Por una parte, esto puede constituir una limitación para nuestro estudio, dado que no pueden hacerse conclusiones generales para un período tan corto, particularmente para el ciclo económico. Pero por otra parte, antes de 1989 se disponían de menos instrumentos indirectos de política monetaria (ver Cuadro N° 1 en el Anexo), existían controles sobre las tasas de interés y controles sobre la cantidad de créditos a ciertos sectores económicos, lo cual distorsionaría el análisis de los resultados sobre los mecanismos de transmisión. En este sentido, preferimos limitar el estudio a los últimos 10 años, e interpretar con cautela los resultados.

Para cada mecanismo se incluye el conjunto de variables pertinentes y se presentan los resultados de las funciones de impulso-respuesta. Las variables empleadas se detallan en el Cuadro N°2, así como el orden de integración de cada una.

Cuadro N° 2
Variables Utilizadas y el Orden de Integración

Abreviación	Descripción	Orden de Integración _{I/}
CICLO	Logaritmo del PIB ² real desestacionalizado menos la tendencia de largo plazo del PIB real estimada a través del filtro de Hodrick-Prescott	I(0)
LCIBBCV	Logaritmo del crédito interno bruto del banco central (Estadísticas Financieras del FMI, línea 12)	I(1)
LCIR	Logaritmo del Crédito Interno Real (Estadísticas Financieras del FMI, línea 52)	I(1)
LIB	Logaritmo del Índice de Capitalización Bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas	I(1)
LINCIDENCIA	Logaritmo de la Incidencia Fiscal sobre la base monetaria ^{4/}	I(0)
LIPCS	Logaritmo del Índice de Precios al Consumidor de Servicios (No Transables) Base 1997=100	I(2)
LIS	Logaritmo del Índice de Inflación Subyacente o Núcleo Inflacionario ^{3/}	I(2)
LMIN	Logaritmo de la M1 (efectivo más depósitos a la vista) en términos nominales	I(1)
LRINFMI	Logaritmo de las Reservas Internacionales Operativas (Estadísticas Financieras del FMI, línea 1L)	I(1)
LTCN	Logaritmo del Tipo de Cambio Nominal	I(1)
LTCR	Logaritmo del Tipo de Cambio Real estimado como el cociente del IPC de bienes transables entre el IPC de no transables ⁵	I(0)
LVENTA	Logaritmo de las Ventas Netas de Divisas del Banco Central ⁶	I(1)
DIAS	Número de días laborales en el mes	

⁹ Siendo el BCV el principal oferente de divisas en el mercado y bajo los regímenes de “crawling peg”, control de cambios y bandas cambiarias existentes a lo largo del período, puede considerarse que el tipo de cambio nominal se comportó en forma predeterminada.

A menos que se indique lo contrario, los datos son obtenidos de las estadísticas publicadas por el BCV.

1/ Utilizando el Test de Dickey-Fuller Aumentado para raíces unitarias. 2/ El PIB mensual es obtenido a partir de la mensualización del PIB trimestral empleando las variaciones del IGAEM (Indicador de producción mensual calculado por el DAC, BCV). 3/ Calculado por el DAC, BCV. 4/ Calculado por el Departamento de Análisis Económico, BCV. 5/ La “proxy” del IPC de transables es el IPC de bienes y la de no transables es el IPC de servicios. 6/ Vicepresidencia de Operaciones Internacionales BCV.

En todos los modelos se incluyeron las variables tipo de cambio nominal, ventas netas de divisas, nivel de reservas internacionales netas e incidencia fiscal sobre la base monetaria, con el fin de controlar por la información que pueda incidir en el comportamiento de la política monetaria, para tratar de evitar problemas de especificación que puedan originar la paradoja de los precios¹⁰. Estas variables constituyen información que la autoridad monetaria posee al momento de ejecutar sus políticas, por lo cual consideramos relevante incluirlas para controlar por cualquier efecto de *feedback* entre estas variables y la variable de política. Igualmente, se incluyó como variable exógena en los modelos el número de días laborales para controlar por el tiempo efectivo de trabajo. Para los modelos monetario y de crédito se tomó como indicador de los precios el Índice del Núcleo Inflacionario, por considerarlo una buena “proxy” de los componentes de los precios que pueden estar mayormente afectados por la cantidad de dinero. El índice bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas se tomó como “proxy” del valor de los activos financieros en el modelo monetario.

Como vimos en la Sección 2, la instrumentación de la programación monetaria en Venezuela ha estado fundamentada en agregados monetarios. Por esta razón empleamos como variables de política agregados monetarios tales como el crédito interno bruto del banco central, M1 y el dinero base. Estudios previos para el caso venezolano también han empleado agregados monetarios como instrumento de política. Por ejemplo, Guerra, Rodríguez y Sánchez (1996), utilizan M1 para estudiar los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Venezuela, por encontrar que con este agregado se obtienen mejores resultados que con el dinero base. Por otra parte, López y Zambrano (2000) encuentran que el agregado monetario que tiene mayor impacto en la inflación, para el caso venezolano, es M1. En este estudio decidimos incorporar además el crédito bruto del banco central, siendo éste el componente de la base monetaria sobre el cual el banco central tiene mayor control. Los resultados con dinero base son similares a aquellos obtenidos con M1, por lo cual sólo mostramos los resultados con M1.

Las estimaciones de los VAR estructurales se realizaron con las variables tanto en niveles como en primeras diferencias. Las tablas con los resultados de todos los modelos se encuentran en el apéndice. Dado que nuestro interés se centra en el análisis de las funciones impulso respuesta y no en realizar predicciones a partir del modelo, el empleo de las variables en niveles para las estimaciones no representa mayor problema¹¹. Por otra parte, al estimar con variables en niveles se conserva información de las variables que se pierde al tomar diferencias. Se emplearon los criterios de información de Schwarz y de Hannan-Quinn para establecer la estructura de rezagos

¹⁰ Si el impulso de política monetaria contiene respuestas de la autoridad monetaria a variables no incluidas en el VAR, ello distorsiona los resultados de las funciones impulso-respuesta. Este problema se ha identificado como uno de los causantes de la paradoja de los precios (price puzzle). Algunos investigadores han encontrado que al incluir en el VAR variables que puedan ser buenas “proxy” de información que disponga la autoridad monetaria sobre la inflación futura (precios de *commodities*, por ejemplo), el problema de identificación puede ser eliminado (Bernanke (1995)). En el caso venezolano, incluimos variables cambiarias y fiscales.

¹¹ Existe una discusión en la literatura sobre si deben incluirse variables en niveles o en diferencias. Las variables en diferencia son generalmente estacionarias, lo cual no necesariamente es el caso de las variables en niveles. Quienes advocan por incluir las variables diferenciadas consideran que al trabajar con variables estacionarias nos acercamos al proceso generador de datos y es posible interpretar los distintos tests de hipótesis. En tanto, los autores que prefieren incluir las variables en niveles señalan que al diferenciar se puede perder información valiosa para las funciones impulso-respuesta, que constituyen el centro de este tipo de análisis. Ver Cabrera y Lagos (1998).

como primera aproximación. Según estos criterios, el número óptimo de rezagos en todos los modelos es de un rezago. Sin embargo, para corregir la presencia de autorrelación en los residuos, el número de rezagos se llevó a dos, tomando en cuenta los resultados de un test multivariado LM. La estimación de los vectores autorregresivos para cada modelo se realiza por mínimos cuadrados ordinarios y los resultados se presentan en el Anexo. La estimación de la matriz B para la ortogonalización de los residuos se realiza por el método de máxima verosimilitud, empleando las restricciones descritas anteriormente para cada modelo. Se probó la inclusión de variables *dummies* en las fechas durante las cuales estuvo vigente el control de cambio, pero no resultaron significativas ni mejoraron los resultados de la estimación, por lo que decidimos excluirlas de las estimaciones que presentamos. Las versiones de los modelos en niveles ajustaron mejor los datos y a partir de ellas se derivaron las funciones impulso-respuesta que mostramos a continuación.

A continuación estimamos una función de reacción para el banco central y luego contrastamos los distintos modelos para los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

4.1 Función de Reacción del Banco Central

En este apartado se pretende indagar cómo ajusta el banco central la política monetaria en función del desempeño de variables como la inflación y la brecha del producto con respecto a su tendencia.

Para el caso venezolano queremos averiguar cómo reacciona la política monetaria, no sólo ante el ciclo y la inflación (una forma de regla de Taylor), sino también qué tanto es afectada por variables ligadas a la política cambiaria tales como ventas netas de divisas, variaciones del tipo de cambio nominal y nivel de reservas internacionales. Igualmente resulta interesante indagar si efectivamente las variables de origen fiscal tienen un impacto importante en el comportamiento de los agregados monetarios.

Los resultados de las funciones impulso-respuesta, mostradas en la página siguiente sugieren que la política monetaria no reacciona ante desviaciones del producto respecto a su tendencia en el corto plazo, dado que la repuesta de las variables de política, M1¹², y crédito del banco central, a la variable ciclo no es significativa¹³. Sin embargo, no podemos hacer inferencias sobre el comportamiento de la política monetaria frente a los ciclos económicos a partir de este resultado, ya que sólo contamos con un período de 10 años para los datos. Para obtener conclusiones más robustas en este sentido, deberíamos emplear datos trimestrales o anuales para períodos más largos. Lamentablemente, no se disponen los datos necesarios para este tipo de análisis.

Para los precios, se observa una respuesta positiva y significativa entre los meses 2 y 9 cuando la variable de política es el crédito del banco central y a partir del mes 9 para el caso de M1. Esto sugiere que la política monetaria ha sido pasiva en cuanto a los precios, siendo que se evidencian aumentos de los agregados monetarios con rezago, probablemente para cubrir el incremento

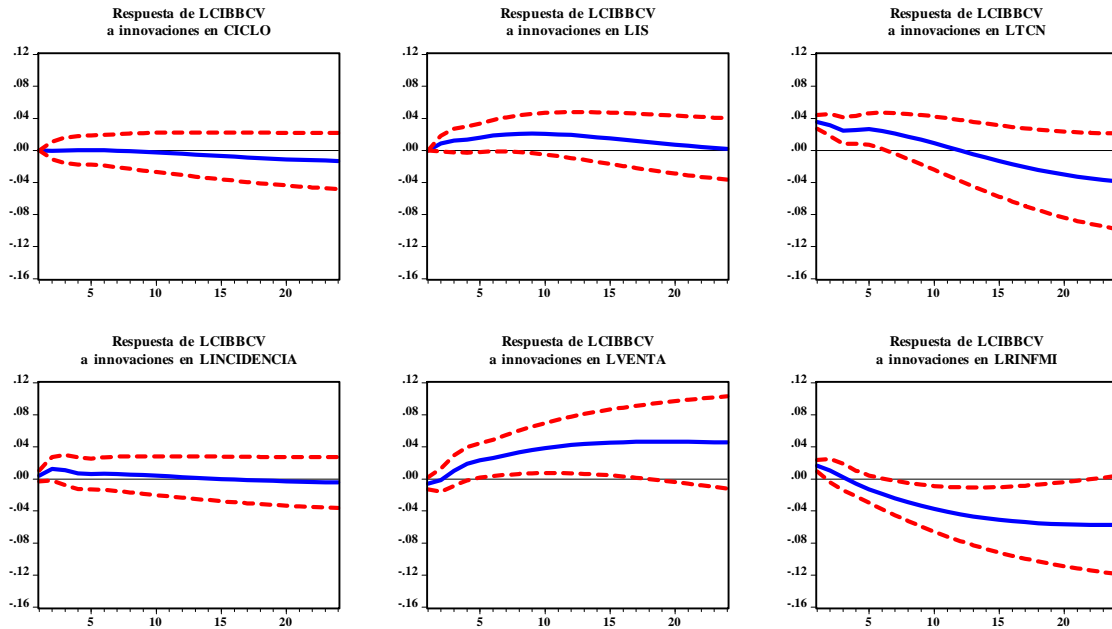
¹² Los resultados con Dinero Base como variable de política son muy similares a los resultados con M1.

¹³ El criterio de significación empleado en el informe es del 5%.

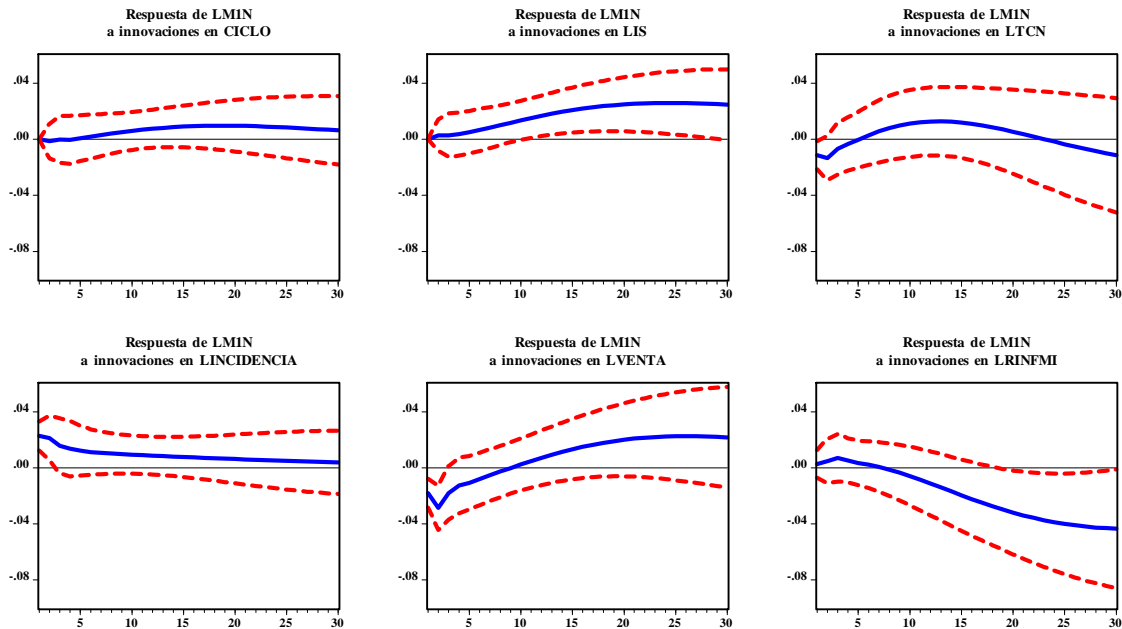
nominal de la demanda de saldos monetarios, generado éste por el incremento del nivel de precios.

En cuanto a las variables relacionadas con la política cambiaria (tipo de cambio y ventas netas de divisas) los resultados parecen diferir según se tome a M1 o al crédito del banco central como

Funciones de Reacción del Banco Central a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
 Meta Intermedia: Log Crédito Bruto del Banco Central



Funciones de Reacción del Banco Central a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
 Meta Intermedia: Log M1 Nominal



variable de política. Para el caso de M1, el banco central parece responder con un recorte temporal y significativo de liquidez durante los 3 primeros meses que siguen a un incremento en las ventas netas de divisas, lo cual puede corresponderse con una política destinada a mantener el

tipo de cambio. Sin embargo, cuando consideramos como variable de política al crédito del banco central, los resultados de la función de reacción sugieren una respuesta pasiva de la institución a incrementarse el crédito ante shocks positivos tanto en el tipo de cambio como en las ventas netas de divisas a partir del mes 4. Esta discrepancia en los resultados nos resulta un tanto paradójica y no tenemos una hipótesis clara de qué pueda explicarla.

Con las reservas internacionales se evidencia una respuesta negativa de las variables de política con un rezago de al menos 6 meses, a partir del momento en que la respuesta se torna significativa. Ello puede sugerir que la política monetaria se ha orientado a esterilizar aumentos no esperados en el nivel de reservas internacionales.

Por su parte, el impacto positivo de las variables fiscales sobre los agregados monetarios parece ser de carácter transitorio. Cuando tomamos como medida de política el crédito del banco central, la respuesta sólo es significativa el segundo mes, mientras que con M1 la respuesta resulta significativa en los dos primeros períodos. Lo anterior evidencia un comportamiento pasivo de la política monetaria ante shocks fiscales. Nos resulta interesante que la respuesta expansiva de la política monetaria en el corto plazo ante incrementos del gasto público, no parece verse contrarrestada por recortes en períodos siguientes y que sólo se generen restricciones de liquidez ante shocks en las reservas internacionales. Lo último quizás no sea sorprendente, dada la presencia de regímenes cambiarios predeterminados durante la mayor parte del período analizado.

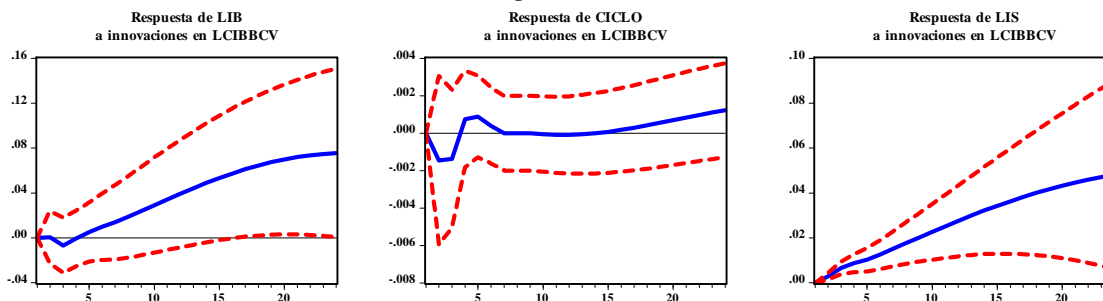
De estos resultados se desprende que las decisiones de política monetaria se ven afectadas por un conjunto de variables por las que debemos controlar para obtener los impulsos de política, lo cual se analiza en la próxima sección

4.2 Mecanismos de Transmisión

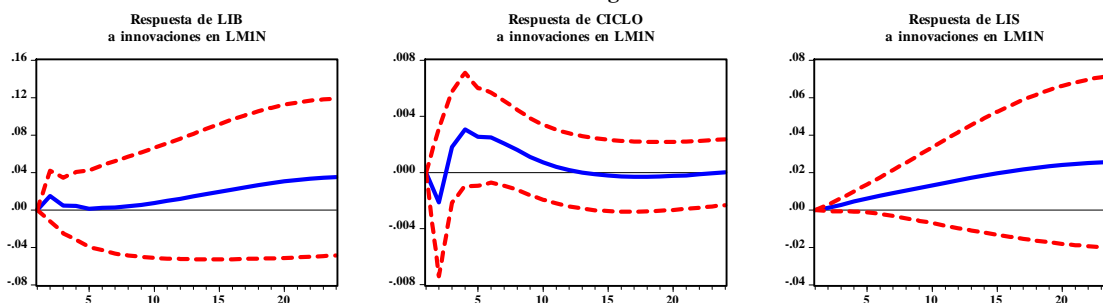
4.2.1 Mecanismo Monetario.

Las variables incluidas en el VAR son: LCIBBCV o M1, LIB, CICLO, LIS, LTCN, LINCIDENCIA, LVENTA, LRINFMI. Los resultados para este mecanismo sugieren una respuesta positiva y significativa del índice bursátil entre los meses 14 y 22, cuando empleamos como variable de política el crédito del banco central. Igualmente, los precios muestran un impacto positivo y significativo entre los períodos 2 al 24. La respuesta del producto no resulta significativa. El hecho de que este modelo no ajuste muy bien los datos puede deberse a que el índice bursátil no resulta una “proxy” adecuada del valor de los activos financieros, dadas las imperfecciones y poca profundidad del mercado de capitales en Venezuela.

Mecanismo Monetarista
Funciones Impulso-Respuesta a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
Meta Intermedia: Log Crédito Bruto del Banco Central



Mecanismo Monetarista
Funciones Impulso-Respuesta a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
Meta Intermedia: Log M1 Nominal



Como alternativa, podría considerarse el precio de un activo de capital como los bienes inmobiliarios. Desafortunadamente, para esta variable sólo se disponen de datos de frecuencia mensual a partir de 1997. Con M1, los resultados son bastante similares, sólo que la respuesta de los precios no resulta significativa.

4.2.2 Mecanismo del Crédito

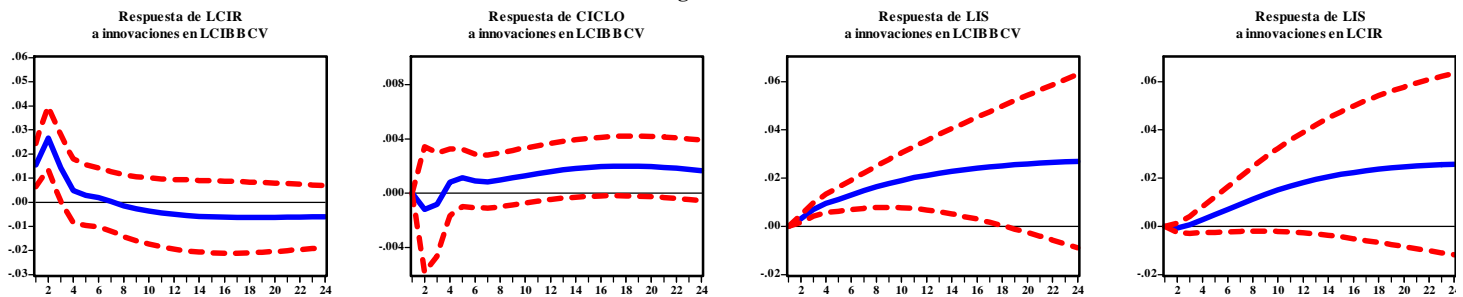
Las variables empleadas en el VAR son: LCIBBCV o M1, LCIR, CICLO, LIS, LINCIDENCIA, LTCN, LRINFM1, LVENTA. Para este mecanismo tenemos resultados similares tanto al emplear M1 como el crédito del banco central. Se evidencia en ambos casos una expansión significativa y transitoria del crédito real del sistema financiero en respuesta a un impulso de la variable de política, entre los meses 1 y 3¹⁴.

La variable ciclo también evidencia un incremento transitorio ante shocks de M1 o del crédito del banco central (significativo entre los meses 5 y 7 para M1 y entre los meses 14 y 22 con el

¹⁴ Resultados similares se obtuvieron al emplear el crédito nominal del sistema financiero en el modelo en lugar del crédito real.

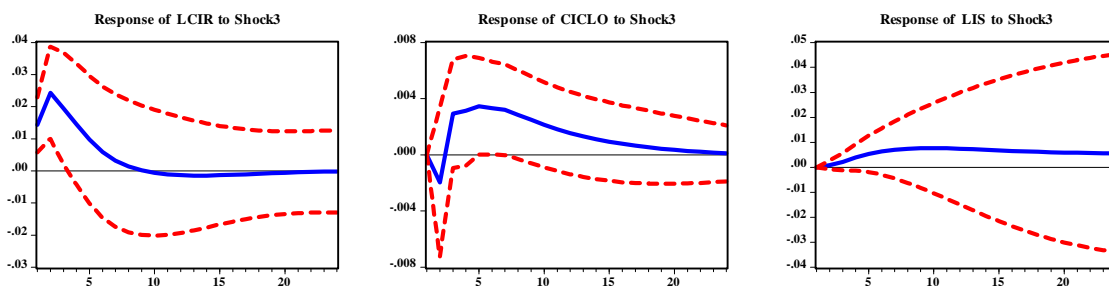
crédito del banco central). Los precios muestran una respuesta positiva y significativa entre los meses 2 y 21 cuando la variable de política es el crédito del banco central, pero no significativa para M1 aunque con el signo esperado.

Mecanismo de Crédito
Funciones Impulso-Respuesta a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
Meta Intermedia: Log Crédito Bruto del Banco Central



El modelo sugiere que las variables crédito real del sistema financiero y ciclo se ven afectadas transitoriamente por el shock de política, pero que luego el efecto se traslada hacia precios. Se observa, además una relación directa entre crédito y precios: ante un shock al crédito real del sistema financiero (LCIR) los precios muestran una respuesta positiva y significativa durante los primeros 9 meses.

Mecanismo de Crédito
Funciones Impulso-Respuesta a Innovaciones de 1 Desviación Estándar Estructural
 (línea punteada: ± 2 desv.estand del error)
Meta Intermedia: Log M1 Nominal

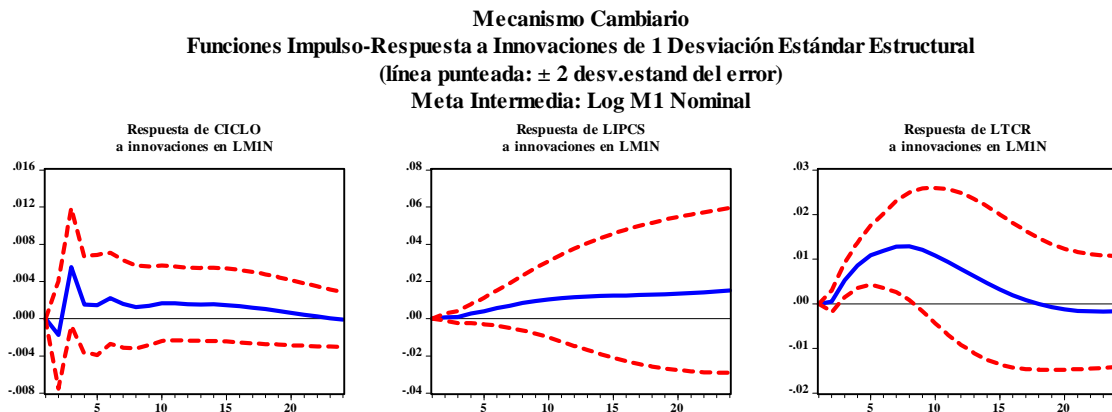
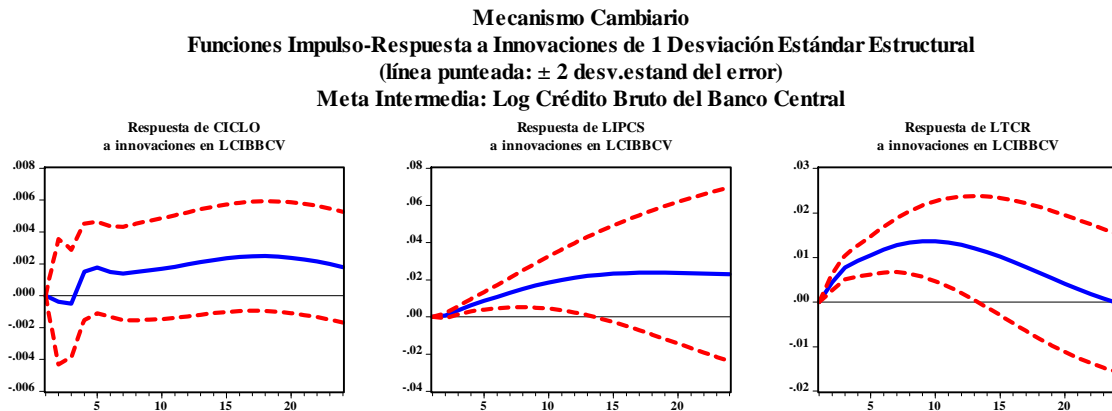


4.2.3 Mecanismo Cambiario

Las variables del VAR son: LCIBBCV o M1, LCIBBCV, CICLO, LIPCS, LTCR, LVENTA, LRINFMI, LINCIDENCIA, LTCN. Bajo el mecanismo cambiario, la respuesta del ciclo a los shocks de política sólo resultó marginalmente significativa en el mes 3 con M1 como variable de política. Los precios de los bienes no transables muestran una respuesta positiva pero sólo resulta significativa cuando se emplea el crédito del banco central como variable de política entre los

meses 3 y 14. El tipo de cambio real experimenta un incremento (apreciación) que resulta significativo hasta el mes 14 con el crédito del banco central y hasta el mes 8 con M1 como la variable de política.

De estos tres modelos, el que mejor parece ajustarse a los datos es el del mecanismo de crédito. Ello, sin embargo, no descarta que pueda estar operando el canal monetario en la economía y que nuestro resultado para ese modelo se deba a que el índice bursátil no constituye una buena “proxy” para el valor de los activos financieros.



Cabe resaltar que en todos los casos se logró eliminar el problema del *price puzzle*; como vimos anteriormente, el banco central parece incluir información de variables fiscales y cambiarias en su función de reacción. Pensamos que el controlar por esas variables en los modelos anteriores contribuyó a la eliminación de los problemas de especificación que generan el problema del *price puzzle*.

Por último, vale la pena mencionar que se ensayaron también modelos con corrección de errores para los distintos mecanismos de transmisión, aunque nos concentramos fundamentalmente en el examen del mecanismo de crédito. En primer lugar, no encontramos relaciones a largo plazo estables y coherentes teóricamente para la totalidad de las variables del modelo. Adicionalmente, encontramos que restringiendo la relación de largo plazo únicamente al agregado monetario y a la

inflación subyacente, siguiendo a Guerra, Rodríguez y Sánchez (1998), hallamos efectivamente una relación de cointegración. Para derivar las funciones impulso-respuesta del modelo de vector con corrección de errores, VEC, empleamos la descomposición de Choleski y encontramos que cualquier alteración en el orden de las variables altera en gran medida los resultados. Por otra parte, notamos que la bondad del ajuste del modelo VEC no supera a la del modelo con vectores autorregresivos estructurales, por lo que pensamos que los resultados con los VAR estructurales son más adecuados en este caso.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo analizamos la función de reacción del banco central y los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Venezuela empleando la técnica de vectores autorregresivos estructurales. Los resultados de la estimación de la función de reacción del banco central no parecen sorprendentes. Estos sugieren que la política monetaria exhibe, por una parte, cambios permanentes y en la misma dirección frente a shocks en los precios y por otra, respuestas transitorias ante shocks de origen fiscal. Las fluctuaciones del producto en el muy corto plazo parecen no producir cambios en la dirección de la política monetaria. En respuesta a shocks positivos en las reservas internacionales, la autoridad monetaria parece responder con recortes de liquidez o crédito con rezago. Ello puede responder a una estrategia de esterilización de recursos, para evitar que movimientos en las reservas afecten los saldos monetarios. Recordemos que la política monetaria ha estado limitada durante la mayor parte del período analizado por regímenes cambiarios con cierto grado de predeterminación, lo cual no deja muchos grados de libertad para la conducción de una política contracíclica tendiente a suavizar las fluctuaciones del producto, o a recortar la liquidez ante presiones inflacionarias, hecho que se ve claramente reflejado en nuestros resultados.

Al controlar por variables fiscales y cambiarias que intervienen en la función de reacción del banco central, logramos eliminar el problema de la paradoja de los precios en los modelos de mecanismos de transmisión. El modelo del mecanismo de crédito es el que parece ajustar mejor los datos, lo cual sugiere que este mecanismo puede estar operando en nuestra economía. Ello no significa, sin embargo, que los otros mecanismos no estén operando. En el caso del mecanismo monetario tradicional, el que el modelo planteado no ajuste bien los datos puede deberse a que el índice bursátil representa una “proxy” inadecuada del valor de los activos financieros.

Algunos autores señalan las limitaciones del uso de los datos agregados para contrastar la existencia del mecanismo de crédito. Particularmente, se hace difícil distinguir entre los efectos del mecanismo monetario y de crédito con datos agregados, pues la cercana relación entre activos y pasivos de la banca, representa una traba para identificar si los efectos sobre el producto provienen del lado de la demanda, tal como sugiere el mecanismo monetario, o de la oferta, como predice el mecanismo de crédito (Chechetti (1995)). En este sentido, los resultados de este trabajo no deben tomarse como concluyentes. Sin embargo, resultan útiles para apreciar el impacto y persistencia en el tiempo de las acciones de política monetaria. Estudios posteriores sobre el tema deberían emplear datos de corte transversal de las empresas para verificar si la política monetaria tiene efectos distributivos, lo cual podría arrojar evidencia más sólida a favor de la presencia del mecanismo de crédito. Dichos estudios están sujetos, por supuesto, a la disponibilidad de datos en Venezuela.

Banco Central de Venezuela (1990): Compilación de leyes del Banco Central de Venezuela. Colección Cincuentenaria.

Banco Central de Venezuela: Ley del Banco Central de Venezuela 1992. *Cuadernos BCV*. Serie divulgativa institucional.

Banco Central de Venezuela (1988-1999), *Informe Económico*.

Bello, Omar y Miguel Dorta (2001), “Desaceleración de la Inflación y Bandas Cambiarias”, Mimeo, Oficina de Consultoría Económica, Banco Central de Venezuela.

Bernanke, Ben (1986), “Alternative Explanations of the Money-Income Correlation”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.

Bernanke, Ben (1995), “What do we know about how monetary policy affects the economy?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77.

Bernanke, Ben y Mark Gertler (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of the Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, N° 4.

Brainard, William y James Tobin (1963), “Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls,” *American Economic Review*.

Cabrera, Angel, y Luis Felipe Lagos (2000), “Monetary Policy in Chile: A black box?”, Banco Central de Chile, *Documento de Trabajo* N° 88.

Cecchetti, Stephen (1995), “Distinguishing Theories of Monetary Transmission Mechanism”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77.

Crazut, Rafael (1995), El Banco Central de Venezuela. Notas sobre su historia y evolución 1940-1990. *Colección Banca Central y Sociedad*, BCV.

Enders, Walter (1995), “Applied Econometric Time Series,” *Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics*, New York.

Guerra, José y Julio Pineda (2000), “Trayectoria de la Política Cambiaria en Venezuela”. Series Banco Central de Venezuela, *Documentos de Trabajo*, # 24.

Guerra, José, Pedro César Rodríguez y Gustavo Sánchez (1998), “Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria”, *Revista del Banco Central de Venezuela*, Vol. XII, N° 1.

Kamin, Steven (1996), “Real Exchange Rate and Inflation in Exchange-Rate Based Stabilizations: An Empirical Examination”, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Discussion Paper*, 554.

López, Oswaldo y Omar Zambrano (2000), “Relación de Corto y Largo Plazo entre Agregados Monetarios e Inflación en Venezuela: Evidencia Empírica,” Mimeo. Departamento de Análisis Económico, Banco Central de Venezuela.

Machado, Alfredo (1965), “Banco Central y política monetaria”. *Temas del desarrollo económico de Venezuela*.

Mirabal, María Josefa (1999), “Programación y política monetaria en Venezuela 1989-1998”. *Serie Documentos de Trabajo*, BCV, # 21.

Neumann, Manfred (1995), “The aggregative structure of the new credit view”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77.

Ley del Banco Central de Venezuela 2000.

Rodríguez, Pedro César y Edgar Rojas (1999), “El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria”. *Monetaria*. Vol. XXII, #1, Enero-Marzo. CEMLA.

Sims, Christopher (1986), “Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis?”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*.

Taylor, John (1993), “Macroeconomic Policy in the World Economy: From Econometric Design to Practical Operation,” W.W. Norton, New York.

Taylor, John (2000), “ The Monetary Transmission Mechanism and the Evaluation of Monetary Policy Rules,” Banco Central de Chile, *Documento de Trabajo* N° 87.

Cuadro N°1
Política Monetaria en Venezuela

Período	Instrumentos	Lineamientos de Política	Objetivos Específicos
Hasta 1960 En 1940 fue creado el Banco Central de Venezuela. En 1948 se reforma la Ley del BCV.	<ul style="list-style-type: none"> - Operaciones de mercado abierto con mayores títulos privados que públicos. - Asistencia financiera. Restricciones para actuar con la banca. - Encaje legal (potencial) 	-	<ul style="list-style-type: none"> - Centralizar la emisión de billetes y las reservas, así como realizar operaciones cambiarias.
1960-1965 Nueva Ley del BCV en 1960 ⁽¹⁾ . Control de cambio con sucesivas modificaciones, hasta que en enero de 1964 se implementó un régimen de tipo de cambio fijo.	<ul style="list-style-type: none"> - El BCV es autorizado para hacer uso de controles directos (manejo discrecional de las tasas de interés, establecimiento de porcentajes máximo del crecimiento de los préstamos y las inversiones y establecimiento de requerimientos mínimos de cartera crediticia), y facultado para actuar con la banca: Descuentos, redescuentos y anticipos. - Encaje legal (potencial). - Operaciones de Mercado Abierto con obligaciones públicas y privadas. 	<ul style="list-style-type: none"> - En función a la coyuntura de finales de la década de los 50. 	<ul style="list-style-type: none"> - Solventar el desequilibrio fiscal, la salida de capitales y el desequilibrio en la balanza de pagos, que dieron origen a fuertes problemas de liquidez en el sector bancario y otras perturbaciones del tipo monetario y financiero.
1966-1980 Significativo aumento de los ingresos petroleros. Se mantiene el régimen cambiario de tipo de cambio fijo. En 1968 y 1974 se reforma la Ley del BCV.	<ul style="list-style-type: none"> - Disminución de los aportes crediticios del BCV a la banca comercial y a los institutos autónomos. - Fijación de tasas de interés. - Operaciones de Mercado Abierto. - Encaje legal. En 1971 se promulgó su liberación con la Ley General de Bancos y otras instituciones de crédito. - En 1972 específicamente: las operaciones cambiarias del BCV y la acción crediticia del sistema bancario 	<ul style="list-style-type: none"> - Medidas encaminadas a disminuir el ritmo de creación de liquidez de la economía. - Uniformar los intereses activos de la banca comercial e hipotecaria. - Reorientar los recursos hacia áreas de mayor interés económico y social con políticas encaminadas a disminuir el financiamiento para actividades consuntivas otorgado por la banca comercial y las sociedades financieras. - Permitir a las instituciones financieras mantener sus márgenes de rentabilidad y disminuir el diferencial con respecto a las tasas prevalecientes en los mercados externos, haciendo más rentable los instrumentos financieros domésticos (DPF, bonos quirografarios, certificados de ahorro). 	<ul style="list-style-type: none"> - Estabilizar el ritmo de la creación de liquidez de la economía. - Lograr el equilibrio entre el desarrollo de la oferta de liquidez interna y el crecimiento en el volumen de bienes reales, - Velar por el funcionamiento del sistema bancario. - Estabilizar las cotizaciones de los valores públicos. - Ajustar las condiciones del mercado monetario interno a las existentes en el ámbito internacional. Evitar la salida indeseable de recursos y favorecer la captación de recursos al sistema financiero.

Período	Instrumentos	Lineamientos de Política	Objetivos Específicos
<p>1981-1984 En febrero de 1983 régimen de control cambiario. En 1984 Programa Económico Cuantificado (PEC).</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Sustitución el control discrecional de las tasas de interés por un sistema de tasas flotantes. - Uso gradual de los mecanismos indirectos. - Políticas preferenciales para el sector construcción (adquisición de cédulas hipotecarias al 8.5%) y el agropecuario. (tasa preferencial del 9% para operaciones de redescuentos y anticipos garantizados a una tasa máxima de 12%). - Adquisición de cédulas hipotecarias a través del mercado de valores. Sustituidos posteriormente por los Bonos Quirografarios. - En 1984 se sustituye el sistema de tasas flexibles establecido en 1981 por un sistema mixto mediante la cual la autoridad monetaria fija las tasas activas máximas, permitiendo a las instituciones financieras la libre determinación de las activas 	<ul style="list-style-type: none"> - Hasta 1982: Política Monetaria progresivamente expansiva. - Defensa del Sector Externo (después de la excesiva demanda de divisas y la caída de las reservas internacionales). - No conceder asistencia financiera a aquellos bancos que tenían un nivel de reservas excedentarias superior a su posición deudora con el BCV - Desde 1983: Orientación de PM calificada como “explícitamente expansiva”, - Estimular la actividad económica y contribuir a la solución del déficit fiscal. Tenía un carácter selectivo, dirigida al financiamiento de sectores considerados como claves para la recuperación de la actividad económica: la agricultura y la industria de la construcción. 	<ul style="list-style-type: none"> - Crear condiciones monetarias favorables para dinamizar las actividades productivas internas a través de la acción del crédito bancario. - Coadyuvar la recuperación de bancos que habían confrontado problemas de liquidez y habían sido intervenidos por el Gobierno Central. - Armonizar las tasas de interés internas y externas a fin de frenar las salidas de capitales ante los significativos incrementos de los tipos de interés registrados en el exterior. - Contribuir a la solución de los graves problemas que confrontaba la banca hipotecaria. - Contribuir a moderar fluctuaciones erráticas en el mercado de valores. - Prestar asistencia financiera al Gobierno Nacional para solucionar problemas transitorios de caja en la Tesorería Nacional. - Dotar al sistema financiero de instrumentos más flexibles y de mayor aceptación en el mercado.
<p>1985-1988 Continúa el control de cambios.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Asistencia Financiera a través de mecanismos de anticipos y redescuentos (para la ampliación del crédito), adquisición de cédulas hipotecarias y bonos gubernamentales, y nuevos mecanismos indirectos de expansión de la liquidez: la creación de fondos (FOGADE FOCOCAM, este último sustituido en 1987 por FICAM)⁽²⁾, cuyas carteras eran administradas por el BCV con el fin de presta asistencia financiera a la banca y al Plan Especial de Inversiones Públicas. - Continúan los programas específicos de apoyo a la actividad agropecuaria y construcción. - Compras de oro nacional y nuevas atribuciones legales (discrecionalidad del BCV el establecimiento de los encajes legales) 	<ul style="list-style-type: none"> - Fortalecimiento de la orientación expansiva de la política monetaria por vía indirecta para la Asistencia Financiera 	<ul style="list-style-type: none"> - Regular la expansión de la oferta de dinero, tratando de conciliar el objetivo de proveer los medios de pagos requeridos para el financiamiento de la actividad económica, con la necesidad de evitar que se generasen estímulos adicionales que pudieran generar presiones alcistas sobre los precios y sobre el tipo de cambio en el mercado libre de divisas.

Período	Instrumentos	Lineamientos de Política	Objetivos Específicos
<p>1989-1993 Programa de Ajuste Macroeconómico con el aval del FMI Después de una devaluación, nuevo tipo de cambio único y fluctuante, bajo el sistema de libre convertibilidad, pero a partir de 1992 régimen de minidevaluaciones (<i>crawling peg</i>). En 1992 entra en vigencia nueva Ley del BCV</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Flexibilización del esquema de la determinación de la tasa de interés (mínima pasiva en 10% y máxima activa en 60%). Se crea la banda de fluctuación de tasas. - Operaciones de Mercado Abierto con los Bonos Cero Cupón (inicialmente a través de la Bolsa de Valores y luego mediante subasta pública en el BCV). Se creó la “Mesa de Operaciones Monetarias” para colocar los BCC mediante adjudicación directa y hacer rescates anticipados cuando fuese necesario. “...utilizados preferentemente para evitar que los excedentes de reserva bancarias fuesen utilizadas para operaciones cambiarias de tipo especulativo.” (Informe Económico, BCV) - Encaje legal: unificación de la tasa al 12% sobre los depósitos emitidos por el sistema bancario y en 1990 se elevó a 15%. 	<ul style="list-style-type: none"> - Política Monetaria de perfil contractivo: “Limitar incrementos excesivos de la liquidez para evitar presiones alcistas sobre los precios y el tipo de cambio (una vez eliminado el control de cambio y ajustado el precio de la divisa), sin desatender los requerimientos normales de financiamiento de la actividad económica.” 	<ul style="list-style-type: none"> - Estimular la demanda de dinero. - Conferirle al mercado un rol más determinante en la asignación de recursos. - Recuperación de las Reservas Internacionales. - Propiciar una mayor competencia entre las instituciones y una asignación más eficiente de los recursos.
<p>1994-1995 Crisis Financiera y régimen de control cambiario.⁽³⁾</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Asistencia financiera directa mediante el mecanismo de redescuentos, anticipos y reportos e indirecta a través de FOGADE. - Reapertura de la facilidad crediticia <i>overnight</i> - Disminución de la tasa de encaje legal de 15% a 12% - Instrumentación de un mecanismo temporal de liberación efectiva del encaje legal. - Intensificación de las colocaciones de BCC, sustituidas en enero de 1995 por TEM - Modificación de las bandas de tasas de interés, vinculando los niveles al rendimiento de los bonos del BCV. 	<ul style="list-style-type: none"> - Como medida coyuntural, se implementó una política expansiva para la asistencia financiera. Luego, una política restrictiva para atenuar el desequilibrio en el mercado monetario provocado por la expansión inicial. 	<ul style="list-style-type: none"> - Dotar al sistema de liquidez para frenar el efecto contagio que se generaría con la caída de los primeros bancos. - Establecer condiciones para que las instituciones bancarias con recursos excedentes los canalizaran hacia los bancos con problemas de liquidez. - Atenuar el desequilibrio en el mercado monetario provocado por la expansión inicial de las reservas bancarias derivadas del crédito del BCV a FOGADE y por la caída de la demanda de dinero asociada a la crisis.

Período	Instrumentos	Lineamientos de Política	Objetivos Específicos
<p>1996-1999 Programa de estabilización “Agenda Venezuela”. Banda de flotación cambiaria⁽⁴⁾. En 1998 creación del Fondo de Estabilización Macroeconómica En 1999 nuevo Gobierno</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Colocación de TEM, con adjudicación directa de títulos a plazos menores a un mes; por subasta, para títulos entre uno y tres meses, y a través de la emisión de certificados de depósitos en su mesa de dinero por una semana. Luego ampliación de plazos hasta 365 días. Instrumento adicional para las OMA en 1996 los megatítulos⁽⁵⁾. En 1997 se incluyen los bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN). En 1999 se aprobaron dos nuevos mecanismos de intervención en el mercado monetario a través de las OMA, las subastas de compra con pacto de reventa y viceversa (REPOS) y las subastas de recompra y compra de títulos emitidos tanto por el BCV como por el gobierno. - Aplicación de un encaje legal remunerado (con un rendimiento equivalente a la tasa de interés pasiva promedio pagada por los 6 principales bancos a los depósitos de ahorro y plazo) y aumento de la tasa de encaje legal hasta 17%. Tasa de interés diferenciada para la penalización de incumplimiento de la posición de encaje, elevándose de (60 a 80%). En 1999 se unificó los niveles de requerimientos de encaje para el sistema bancario, elevando gradualmente la del BANAP. Se elevó la porción del encaje remunerado. - Liberación de las tasas de interés, eliminando los topes máximos y mínimos. En 1998 se utilizó el manejo discrecional de la tasa de interés anual que cobra por la asistencia crediticia a la banca (de 45% a 60%) - Ventas netas de divisas (actuación protagónica del BCV en el mercado cambiario). - Disminución las tasa de descuentos y anticipos. 	<ul style="list-style-type: none"> - Política monetaria restrictiva para reducir los excedentes de liquidez y preservar la demanda de activos financieros en moneda nacional. - Orientada a privilegiar los objetivos de estabilidad de precios y solvencia externa. - Coadyuvar a la política fiscal en el logro del objetivo antiinflacionario. - De la política cambiaria: Moderar las expectativas inflacionarias a través de una evolución relativamente estable y predecible del tipo de cambio. 	<ul style="list-style-type: none"> - Moderar los desequilibrios del mercado monetario con el objeto de evitar presiones excesivas sobre los mercados de bienes y cambiario. - En 1997 procurar que los agregados monetarios evolucionaran de forma consistente con la demanda de dinero (determinada en función e los objetivos del programa). - En 1999 estrategia de propiciar una baja en la estructura de las tasas de interés mediante acuerdos con la banca.

Período	Instrumentos	Lineamientos de Política	Objetivos Específicos
2000 Se mantuvo el sistema de bandas cambiarias. Nueva Ley del BCV.	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de divisas. - Operaciones de mercado abierto con los <i>REPOS</i> (compra con pacto de reventa de bonos DPN). 	<ul style="list-style-type: none"> - Acción expansiva de la política monetaria durante el primer semestre con la finalidad de eliminar el saldo en circulación de los Títulos de Estabilización Monetaria. - En el segundo semestre la política fue de corte neutral, limitación del BCV a la asistencia crediticia del sistema financiero. 	<ul style="list-style-type: none"> - Crear condiciones que contribuyeran al logro de la meta de inflación establecida, para lo que se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal de precios.

(1) La Ley del BCV del año 60 amplía de manera significativa las atribuciones del instituto, además de dotarlo de ciertos instrumentos que le proporciona mayor flexibilidad para llevar a cabo la política monetaria. Cabe destacar dos importantes atribuciones:

- Conceder al gobierno nacional préstamos destinados a satisfacer necesidades transitorias en la caja de la Tesorería Nacional.
- Hacer uso de controles directos. Autorizado para fijar las tasas máximas que los bancos podían cobrar o pagar a sus distintas operaciones, así como establecer porcentajes máximos del crecimiento del total de préstamos e inversiones y los topes o límites generales de cartera.

(2) El FOGADE (Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria) creado en 1985 con el financiamiento casi total del BCV, tiene como propósito garantizar los depósitos bancarios del público y prestar asistencia a las instituciones regidas por la Ley General de Bancos y Otros Institutos de Crédito. El FOCOCAM (Fondo de Compensación Cambiaria) estaba destinado a compensar las pérdidas originadas al BCV por operaciones cambiarias a Bs. 4,30 por dólar; fue creado en 1984 pero comenzó a funcionar en 1985 y en 1987 fue liquidado y sustituido por el FICAM (Fondo de Fideicomiso Cambiario), se crea con recursos provenientes de la prima exigida a las empresas públicas y privadas, a los fines de obtener la garantía del tipo de cambio de Bs. 7,50 por dólar para la adquisición de divisas necesarias, destinadas al apago de la deuda privada externa.

(3) Se eliminó el crawling peg, sustituyéndolo por un sistema de flotación de la moneda donde el BCV decidió actuar a través del mecanismo de subasta. Surgieron nuevas presiones y se implantó el sistema de Control de Cambio.

(4) Eliminación del control de cambio y se devaluó. Después de 2 meses de libre fluctuación, se implementó el sistema de bandas de flotación cambiaria.

(5) Instrumento legal con el cual se reestructura el monto total de las acreencias del BCV con la República mediante la emisión de un megatítulo denominado en \$US en condiciones de mercado.

Cuadro N°2**Supuestos de Identificación para la Función de Reacción del Banco Central**

	Variable	Dependencia Contemporánea
LCIBBCV	Crédito Interno Bruto del BCV	LINCIDENCIA, LTCN, LVENTA, LRINFMI
CICLO	Ciclo	Exógena
LIS	Inflación Subyacente	LTCN
LTCN	Tipo Cambio Nominal	Exógena
LINCIDENCIA	Incidencia Fiscal	Exógena
LVENTA	Venta de Divisas	Exógena
LRINFMI	Reservas Internacionales	LVENTA

Supuestos de Identificación para el Mecanismo Monetario

	Variable	Dependencia Contemporánea
LINCIDENCIA	Incidencia Fiscal	Exógena
LTCN	Tipo Cambio Nominal	Exógena
LCIBBCV	Crédito Interno Bruto del BCV	LINCIDENCIA, LTCN, LVENTA, LRINFMI
LIB	Índice Bursátil	LINCIDENCIA, LTCN, LIS, LRINFMI
CICLO	Ciclo	Exógena
LIS	Inflación Subyacente	LTCN
LVENTA	Venta de Divisas	Exógena
LRINFMI	Reservas Internacionales	LVENTA

Supuestos de Identificación para el Mecanismo Crediticio

	Variable	Dependencia Contemporánea
LINCIDENCIA	Incidencia Fiscal	Exógena
LTCN	Tipo Cambio Nominal	Exógena
LCIBBCV	Crédito Interno Bruto del BCV	LINCIDENCIA, LTCN, LVENTA, LRINFMI
LCIR	Crédito Interno Real Total	LTCN, LCIBBCV
CICLO	Ciclo	Exógena
LIS	Inflación Subyacente	LTCN
LVENTA	Venta de Divisas	LVENTA
LRINFMI	Reservas Internacionales	Exógena

Supuestos de Identificación para el Mecanismo Cambiario

	Variable	Dependencia Contemporánea
LINCIDENCIA	Incidencia Fiscal	Exógena
LTCN	Tipo Cambio Nominal	Exógena
LCIBBCV	Crédito Interno Bruto del BCV	LINCIDENCIA, LTCN, LVENTA, LRINFMI
CICLO	Ciclo	Exógena
LIPCS	Indice de Precios de No Transables	LTCN
LTCR	Tipo de Cambio Real	LTCN, LIPCS
LVENTA	Venta de Divisas	Exógena
LRINFMI	Reservas Internacionales	LVENTA

Cuadro N° 3
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Monetario
Instrumento de Política Monetaria: Log Crédito Bruto del Banco Central

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LCIBBCV	LIB	CICLO	LIS	LVENTA	LRINFMI
LINCIDENCIA(-1)	0.137166 (0.10418) [1.31659]	-0.003450 (0.01013) [-0.34073]	0.012562 (0.01422) [0.88335]	-0.036576 (0.03687) [-0.99216]	0.004017 (0.00711) [0.56482]	0.000187 (0.00223) [0.08378]	0.134251 (0.15631) [0.85890]	0.018887 (0.01484) [1.27292]
LINCIDENCIA(-2)	0.007922 (0.10169) [0.07790]	0.009249 (0.00988) [0.93574]	-0.007640 (0.01388) [-0.55041]	0.038223 (0.03598) [1.06225]	0.002748 (0.00694) [0.39586]	-0.000908 (0.00217) [-0.41740]	-0.031859 (0.15256) [-0.20882]	-0.019751 (0.01448) [-1.36380]
LTCN(-1)	-0.978816 (1.18678) [-0.82476]	0.453456 (0.11535) [3.93103]	-0.635954 (0.16199) [-3.92580]	-0.216511 (0.41995) [-0.51557]	-0.132379 (0.08102) [-1.63401]	0.003096 (0.02538) [0.12198]	-1.865998 (1.78054) [-1.04799]	0.459004 (0.16902) [2.71564]
LTCN(-2)	-0.103810 (1.16534) [-0.08908]	0.392648 (0.11327) [3.46651]	0.664618 (0.15907) [4.17825]	0.253098 (0.41236) [0.61378]	0.019634 (0.07955) [0.24680]	-0.005701 (0.02492) [-0.22874]	0.814829 (1.74837) [0.46605]	-0.163206 (0.16597) [-0.98336]
LCIBBCV(-1)	-0.069072 (0.97735) [-0.07067]	0.770561 (0.09500) [8.11147]	1.321076 (0.13341) [9.90267]	0.014214 (0.34584) [0.04110]	-0.042913 (0.06672) [-0.64320]	0.085087 (0.02090) [4.07034]	-1.384515 (1.46633) [-0.94421]	-0.376855 (0.13919) [-2.70740]
LCIBBCV(-2)	0.139640 (1.01799) [0.13717]	-0.829459 (0.09895) [-8.38291]	-0.534312 (0.13895) [-3.84527]	0.014995 (0.36022) [0.04163]	0.115332 (0.06949) [1.65964]	-0.062736 (0.02177) [-2.88133]	1.954254 (1.52730) [1.27955]	0.142847 (0.14498) [0.98527]
LIB(-1)	0.081846 (0.27875) [0.29361]	0.011147 (0.02709) [0.41143]	0.101709 (0.03805) [2.67309]	0.701542 (0.09864) [7.11231]	0.000948 (0.01903) [0.04983]	0.005978 (0.00596) [1.00259]	-0.585236 (0.41822) [-1.39936]	0.099332 (0.03970) [2.50205]
LIB(-2)	0.365113 (0.32178) [1.13466]	0.041925 (0.03128) [1.34044]	0.018727 (0.04392) [0.42636]	0.308057 (0.11386) [2.70548]	0.015006 (0.02197) [0.68315]	-0.005731 (0.00688) [-0.83270]	0.145465 (0.48277) [0.30131]	0.007079 (0.04583) [0.15448]
CICLO(-1)	-0.654570 (1.46559) [-0.44663]	0.085070 (0.14245) [0.59718]	-0.088644 (0.20005) [-0.44311]	-0.233429 (0.51860) [-0.45011]	0.076072 (0.10005) [0.76036]	0.038322 (0.03135) [1.22251]	-0.513877 (2.19884) [-0.23370]	-0.015915 (0.20873) [-0.07625]
CICLO(-2)	-1.022722 (1.42552) [-0.71744]	-0.085174 (0.13856) [-0.61472]	-0.010464 (0.19458) [-0.05378]	-0.116115 (0.50442) [-0.23019]	0.175727 (0.09731) [1.80581]	0.017860 (0.03049) [0.58578]	1.196875 (2.13872) [0.55962]	0.105592 (0.20302) [0.52010]
LIS(-1)	7.779667 (4.47316) [1.73919]	1.680536 (0.43478) [3.86523]	1.015513 (0.61058) [1.66320]	-0.092441 (1.58285) [-0.05840]	0.219833 (0.30536) [0.71992]	1.469815 (0.09567) [15.3627]	6.820624 (6.71113) [1.01632]	-1.396758 (0.63707) [-2.19247]
LIS(-2)	-6.529798 (4.29454) [-1.52049]	-1.543192 (0.41742) [-3.69697]	-0.926400 (0.58620) [-1.58036]	0.055031 (1.51964) [0.03621]	-0.210620 (0.29316) [-0.71844]	-0.484052 (0.09185) [-5.26981]	-6.356357 (6.44314) [-0.98653]	1.307956 (0.61163) [2.13848]
LVENTA(-1)	-0.159254 (0.07771) [-2.04947]	-0.001021 (0.00755) [-0.13512]	0.000110 (0.01061) [0.01037]	0.009289 (0.02750) [0.33782]	0.006706 (0.00530) [1.26421]	0.000289 (0.00166) [0.17401]	0.055257 (0.11658) [0.47398]	-0.006888 (0.01107) [-0.62240]
LVENTA(-2)	0.033446 (0.07247) [0.46148]	-0.001220 (0.00704) [-0.17314]	0.010624 (0.00989) [1.07398]	-0.000717 (0.02565) [-0.02796]	0.003885 (0.00495) [0.78526]	0.001660 (0.00155) [1.07076]	0.015160 (0.10873) [0.13942]	0.006226 (0.01032) [0.60314]
LRINFMI(-1)	0.694391	-0.403517	-0.390477	0.177297	0.007783	-0.055542	-0.152543	1.117343

	(0.85675)	(0.08327)	(0.11695)	(0.30317)	(0.05849)	(0.01832)	(1.28540)	(0.12202)
	[0.81049]	[-4.84560]	[-3.33897]	[0.58482]	[0.13307]	[-3.03097]	[-0.11867]	[9.15710]
LRINFMI(-2)	-0.223790	0.358267	0.200520	-0.447634	-0.016248	0.026334	1.768575	-0.276471
	(0.93770)	(0.09114)	(0.12799)	(0.33181)	(0.06401)	(0.02006)	(1.40684)	(0.13355)
	[-0.23866]	[3.93085]	[1.56664]	[-1.34907]	[-0.25384]	[1.31301]	[1.25713]	[-2.07021]
C	0.114162	0.407897	1.825534	2.131927	-0.377448	0.195417	-9.469656	1.617854
	(3.17864)	(0.30896)	(0.43388)	(1.12477)	(0.21699)	(0.06799)	(4.76895)	(0.45270)
	[0.03592]	[1.32024]	[4.20749]	[1.89543]	[-1.73949]	[2.87435]	[-1.98569]	[3.57377]
DIAS	0.015911	-0.002416	-0.004572	0.001379	0.005869	-5.42E-05	0.037168	-0.000356
	(0.02606)	(0.00253)	(0.00356)	(0.00922)	(0.00178)	(0.00056)	(0.03910)	(0.00371)
	[0.61055]	[-0.95384]	[-1.28530]	[0.14959]	[3.29935]	[-0.09727]	[0.95065]	[-0.09588]
R-squared	0.916375	0.998801	0.997915	0.981532	0.454798	0.999963	0.402059	0.966245
Adj. R-squared	0.900401	0.998572	0.997517	0.978004	0.350658	0.999956	0.287846	0.959798
Sum sq. resids	11.51876	0.108823	0.214614	1.442294	0.053678	0.005269	25.92797	0.233642
S.E. equation	0.359756	0.034968	0.049106	0.127301	0.024559	0.007695	0.539746	0.051237
F-statistic	57.36895	4361.241	2506.008	278.2382	4.367187	141345.3	3.520249	149.8633
Log likelihood	-32.58286	216.8346	180.5019	78.57634	254.6443	378.8215	-75.98982	175.9571
Akaike AIC	0.945474	-3.716535	-3.037418	-1.132268	-4.423258	-6.744328	1.756819	-2.952470
Schwarz SC	1.395109	-3.266900	-2.587783	-0.682633	-3.973623	-6.294693	2.206454	-2.502835
Mean dependent	12.14052	5.421167	8.382240	7.834082	0.002701	6.448718	6.600615	9.191310
S.D. dependent	1.139938	0.925343	0.985484	0.858341	0.030477	1.158535	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance		5.20E-20						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1160.946						
Akaike Information Criteria		-19.00834						
Schwarz Criteria		-15.41126						

Cuadro N° 4
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Crediticio
Instrumento de Política Monetaria: Log Crédito Bruto del Banco Central

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LCIBBCV	LCIR	CICLO	LIS	LRINFMI	LVENTA
LINCIDENCIA(-1)	0.135206 (0.10860) [1.24503]	0.002069 (0.01102) [0.18773]	0.010617 (0.01661) [0.63902]	0.010573 (0.01613) [0.65555]	0.003489 (0.00749) [0.46575]	0.000973 (0.00233) [0.41837]	0.020301 (0.01672) [1.21453]	0.034939 (0.16317) [0.21413]
LINCIDENCIA(-2)	0.018260 (0.10112) [0.18058]	0.010124 (0.01026) [0.98660]	-0.006626 (0.01547) [-0.42827]	0.008457 (0.01502) [0.56314]	0.002824 (0.00697) [0.40493]	-0.000861 (0.00217) [-0.39768]	-0.017827 (0.01556) [-1.14536]	-0.051031 (0.15193) [-0.33588]
LTCN(-1)	-0.870477 (1.23576) [-0.70440]	0.443741 (0.12541) [3.53838]	-0.562193 (0.18906) [-2.97355]	-0.653197 (0.18353) [-3.55906]	-0.115143 (0.08523) [-1.35092]	-0.004760 (0.02646) [-0.17988]	0.467385 (0.19021) [2.45723]	-0.906519 (1.85676) [-0.48823]
LTCN(-2)	-0.666410 (1.21762) [-0.54731]	0.417909 (0.12357) [3.38205]	0.609400 (0.18629) [3.27127]	0.455068 (0.18084) [2.51646]	0.006332 (0.08398) [0.07539]	0.004809 (0.02607) [0.18444]	-0.214890 (0.18742) [-1.14660]	0.255859 (1.82950) [0.13985]
LCIBBCV(-1)	0.667798 (1.12413) [0.59406]	0.834082 (0.11408) [7.31142]	1.375225 (0.17199) [7.99617]	0.374154 (0.16695) [2.24109]	-0.053638 (0.07753) [-0.69180]	0.097359 (0.02407) [4.04450]	-0.192648 (0.17303) [-1.11340]	-3.856043 (1.68903) [-2.28299]
LCIBBCV(-2)	0.395344 (1.17441) [0.33663]	-0.842304 (0.11918) [-7.06740]	-0.438915 (0.17968) [-2.44280]	-0.314838 (0.17442) [-1.80507]	0.145099 (0.08100) [1.79132]	-0.078103 (0.02515) [-3.10567]	0.136725 (0.18076) [0.75637]	3.638611 (1.76457) [2.06204]
LCIR(-1)	-0.551891 (0.91650) [-0.60217]	0.008760 (0.09301) [0.09418]	0.134781 (0.14022) [0.96122]	0.883243 (0.13612) [6.48893]	0.042652 (0.06321) [0.67473]	-0.014495 (0.01963) [-0.73856]	-0.101760 (0.14107) [-0.72136]	2.872569 (1.37706) [2.08601]
LCIR(-2)	-0.819566 (0.90981) [-0.90081]	0.024517 (0.09233) [0.26553]	-0.170754 (0.13920) [-1.22672]	-0.073088 (0.13512) [-0.54090]	-0.045434 (0.06275) [-0.72403]	0.024780 (0.01948) [1.27193]	-0.057838 (0.14004) [-0.41302]	-2.151228 (1.36702) [-1.57367]
CICLO(-1)	-0.267903 (1.45217) [-0.18448]	0.099256 (0.14737) [0.67352]	0.002184 (0.22217) [0.00983]	0.077982 (0.21567) [0.36158]	0.082309 (0.10016) [0.82178]	0.039142 (0.03110) [1.25874]	0.086112 (0.22352) [0.38526]	-0.974778 (2.18192) [-0.44675]
CICLO(-2)	-0.453725 (1.40432) [-0.32309]	-0.042981 (0.14251) [-0.30159]	0.034536 (0.21485) [0.16074]	-0.072930 (0.20856) [-0.34968]	0.185419 (0.09686) [1.91433]	0.015836 (0.03007) [0.52662]	0.178869 (0.21615) [0.82752]	0.663290 (2.11002) [0.31435]
LIS(-1)	9.375911 (4.48723) [2.08947]	1.690156 (0.45537) [3.71158]	1.237172 (0.68652) [1.80209]	0.648837 (0.66643) [0.97361]	0.254518 (0.30949) [0.82237]	1.453917 (0.09609) [15.1311]	-1.160286 (0.69067) [-1.67994]	6.856782 (6.74216) [1.01700]
LIS(-2)	-8.610251 (4.31892) [-1.99361]	-1.576611 (0.43829) [-3.59716]	-1.224539 (0.66077) [-1.85321]	-0.595744 (0.64143) [-0.92878]	-0.255479 (0.29788) [-0.85764]	-0.466213 (0.09248) [-5.04102]	0.985102 (0.66477) [1.48188]	-6.069162 (6.48927) [-0.93526]
LRINFMI(-1)	0.615386 (0.98959) [0.62186]	-0.334346 (0.10043) [-3.32929]	-0.195845 (0.15140) [-1.29355]	-0.147632 (0.14697) [-1.00451]	0.048366 (0.06825) [0.70862]	-0.061649 (0.02119) [-2.90923]	1.142283 (0.15232) [7.49938]	1.120576 (1.48688) [0.75364]
LRINFMI(-2)	-0.229798 (1.04710) [-0.21946]	0.349328 (0.10626) [3.28741]	0.097974 (0.16020) [0.61157]	0.071305 (0.15551) [0.45852]	-0.042825 (0.07222) [-0.59297]	0.035791 (0.02242) [1.59623]	-0.267857 (0.16117) [-1.66196]	0.408903 (1.57330) [0.25990]
LVENTA(-1)	-0.157063 (0.07783)	-0.001289 (0.00790)	0.001176 (0.01191)	0.001603 (0.01156)	0.007165 (0.00537)	3.09E-05 (0.00167)	-0.007551 (0.01198)	0.085423 (0.11694)

	[-2.01801]	[-0.16322]	[0.09880]	[0.13867]	[1.33475]	[0.01856]	[-0.63029]	[0.73047]
LVENTA(-2)	0.019993 (0.07254) [0.27563]	-6.02E-05 (0.00736) [-0.00817]	0.010653 (0.01110) [0.95992]	0.012196 (0.01077) [1.13213]	0.003822 (0.00500) [0.76394]	0.001890 (0.00155) [1.21664]	0.005341 (0.01116) [0.47841]	0.007259 (0.10899) [0.06660]
C	7.530206 (5.26995) [1.42890]	-0.296519 (0.53481) [-0.55444]	1.236169 (0.80627) [1.53319]	1.517296 (0.78267) [1.93861]	-0.478390 (0.36348) [-1.31614]	0.111916 (0.11285) [0.99173]	2.102754 (0.81115) [2.59232]	-11.61567 (7.91822) [-1.46695]
DIAS	0.013169 (0.02575) [0.51136]	-0.003239 (0.00261) [-1.23921]	-0.005653 (0.00394) [-1.43471]	-0.004882 (0.00382) [-1.27647]	0.005666 (0.00178) [3.19008]	-6.19E-05 (0.00055) [-0.11227]	-0.001024 (0.00396) [-0.25824]	0.040132 (0.03869) [1.03719]
R-squared	0.917356	0.998708	0.997412	0.974190	0.449966	0.999963	0.961037	0.407331
Adj. R-squared	0.901570	0.998462	0.996917	0.969260	0.344903	0.999956	0.953595	0.294125
Sum sq. resids	11.38363	0.117236	0.266458	0.251090	0.054154	0.005220	0.269693	25.69937
S.E. equation	0.357639	0.036294	0.054717	0.053115	0.024667	0.007658	0.055048	0.537361
F-statistic	58.11214	4047.899	2017.397	197.6035	4.282829	142687.0	129.1307	3.598129
Log likelihood	-31.95149	212.8507	168.9256	172.1040	254.1722	379.3270	168.2802	-75.51604
Akaike AIC	0.933673	-3.642069	-2.821040	-2.880449	-4.414434	-6.753775	-2.808976	1.747963
Schwarz SC	1.383307	-3.192434	-2.371405	-2.430814	-3.964800	-6.304140	-2.359341	2.197598
Mean dependent	12.14052	5.421167	8.382240	4.308733	0.002701	6.448718	9.191310	6.600615
S.D. dependent	1.139938	0.925343	0.985484	0.302947	0.030477	1.158535	0.255538	0.639591
Determinant Residual Covariance		5.73E-21						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1278.990						
Akaike Information Criteria		-21.21476						
Schwarz Criteria		-17.61768						

Cuadro N° 5
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Cambiario
Instrumento de Política Monetaria: Log Crédito Bruto del Banco Central

Muestra: 1991:01 2000:12
 Observaciones incluidas:112
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LCIBBCV	CICLO	LIPCS	LTCR	LVENTA	LRINFMI
LINCIDENCIA(-1)	0.198996 (0.10159) [1.95877]	-0.001454 (0.01098) [-0.13241]	0.018413 (0.01501) [1.22695]	0.005975 (0.00666) [0.89692]	-0.000568 (0.00228) [-0.24916]	0.001541 (0.00292) [0.52853]	0.170847 (0.15336) [1.11404]	0.021511 (0.01603) [1.34153]
LINCIDENCIA(-2)	0.030948 (0.10122) [0.30575]	0.010582 (0.01094) [0.96732]	-0.003927 (0.01495) [-0.26262]	0.002532 (0.00664) [0.38156]	0.001047 (0.00227) [0.46102]	-0.001106 (0.00290) [-0.38087]	-0.041906 (0.15280) [-0.27426]	-0.011961 (0.01598) [-0.74866]
LTCN(-1)	-1.509224 (1.22658) [-1.23043]	0.545347 (0.13257) [4.11379]	-0.665854 (0.18119) [-3.67482]	-0.176127 (0.08043) [-2.18988]	0.013072 (0.02751) [0.47516]	-0.022911 (0.03520) [-0.65097]	-2.432372 (1.85159) [-1.31367]	0.427118 (0.19360) [2.20622]
LTCN(-2)	0.309187 (1.17504) [0.26313]	0.288438 (0.12700) [2.27125]	0.696108 (0.17358) [4.01029]	0.052271 (0.07705) [0.67842]	-0.015256 (0.02635) [-0.57889]	0.042132 (0.03372) [1.24961]	1.604847 (1.77379) [0.90476]	-0.143515 (0.18546) [-0.77382]
LCIBBCV(-1)	0.691165 (0.88348) [0.78232]	0.678150 (0.09548) [7.10225]	1.387143 (0.13051) [10.6287]	-0.011031 (0.05793) [-0.19041]	0.018998 (0.01981) [0.95879]	0.130700 (0.02535) [5.15576]	-1.282243 (1.33365) [-0.96145]	-0.273198 (0.13944) [-1.95920]
LCIBBCV(-2)	-0.073418 (1.00074) [-0.07336]	-0.551280 (0.10816) [-5.09701]	-0.262861 (0.14783) [-1.77811]	0.130131 (0.06562) [1.98312]	-0.009425 (0.02244) [-0.41991]	-0.091189 (0.02872) [-3.17567]	1.767991 (1.51067) [1.17033]	0.165787 (0.15795) [1.04960]
CICLO(-1)	-0.820953 (1.49361) [-0.54964]	0.104163 (0.16143) [0.64527]	-0.034902 (0.22064) [-0.15819]	0.058780 (0.09794) [0.60018]	0.042639 (0.03350) [1.27285]	-0.013653 (0.04286) [-0.31856]	-0.523068 (2.25468) [-0.23199]	0.002628 (0.23574) [0.01115]
CICLO(-2)	-0.548831 (1.43968) [-0.38122]	-0.032184 (0.15560) [-0.20684]	0.076047 (0.21267) [0.35758]	0.169689 (0.09440) [1.79753]	0.044450 (0.03229) [1.37659]	-0.009490 (0.04131) [-0.22974]	1.895993 (2.17328) [0.87241]	0.153584 (0.22723) [0.67589]
LIPCS(-1)	7.788529 (4.64511) [1.67671]	1.036623 (0.50203) [2.06486]	0.955588 (0.68619) [1.39260]	0.600365 (0.30458) [1.97110]	1.321364 (0.10418) [12.6832]	0.243884 (0.13329) [1.82978]	1.015698 (7.01204) [0.14485]	-1.135058 (0.73316) [-1.54817]
LIPCS(-2)	-6.727440 (4.48389) [-1.50036]	-1.033379 (0.48461) [-2.13241]	-1.130449 (0.66237) [-1.70667]	-0.624865 (0.29401) [-2.12530]	-0.319302 (0.10057) [-3.17505]	-0.310271 (0.12866) [-2.41156]	-1.049884 (6.76867) [-0.15511]	1.008561 (0.70771) [1.42510]
LTCR(-1)	5.969303 (3.68443) [1.62014]	0.696799 (0.39820) [1.74986]	0.228010 (0.54427) [0.41893]	-0.098369 (0.24159) [-0.40717]	0.325168 (0.08264) [3.93497]	0.912989 (0.10572) [8.63592]	1.038773 (5.56184) [0.18677]	0.201266 (0.58153) [0.34610]
LTCR(-2)	-5.353019 (3.34435) [-1.60062]	-0.869131 (0.36145) [-2.40458]	-0.708898 (0.49404) [-1.43491]	0.002582 (0.21929) [0.01177]	-0.281028 (0.07501) [-3.74664]	-0.089163 (0.09596) [-0.92916]	-2.163737 (5.04847) [-0.42859]	-0.225307 (0.52785) [-0.42684]
LVENTA(-1)	-0.149854 (0.07999) [-1.87334]	-0.002412 (0.00865) [-0.27894]	-0.001994 (0.01182) [-0.16876]	0.005803 (0.00525) [1.10633]	0.001159 (0.00179) [0.64584]	-0.001259 (0.00230) [-0.54846]	0.071877 (0.12075) [0.59523]	-0.006121 (0.01263) [-0.48480]
LVENTA(-2)	0.031487 (0.07296) [0.43158]	-0.002338 (0.00789) [-0.29651]	0.011404 (0.01078) [1.05813]	0.004553 (0.00478) [0.95175]	-0.000763 (0.00164) [-0.46617]	0.002563 (0.00209) [1.22419]	0.002414 (0.11013) [0.02192]	0.007436 (0.01152) [0.64576]
LRINFMI(-1)	1.119270 (0.82905)	-0.404912 (0.08960)	-0.323454 (0.12247)	0.016495 (0.05436)	-0.038169 (0.01859)	-0.097668 (0.02379)	-0.364487 (1.25150)	1.205278 (0.13085)

	[1.35006]	[-4.51903]	[-2.64110]	[0.30343]	[-2.05272]	[-4.10567]	[-0.29124]	[9.21093]
LRINFMI(-2)	-0.265594 (0.98914) [-0.26851]	0.335686 (0.10690) [3.14008]	0.137080 (0.14612) [0.93815]	-0.010198 (0.06486) [-0.15724]	0.008925 (0.02218) [0.40233]	0.082986 (0.02838) [2.92388]	1.059038 (1.49316) [0.70926]	-0.261078 (0.15612) [-1.67228]
C	-3.413158 (6.93382) [-0.49225]	1.217803 (0.74939) [1.62506]	3.247727 (1.02428) [3.17074]	-0.163854 (0.45466) [-0.36039]	-0.000428 (0.15551) [-0.00275]	0.717071 (0.19896) [3.60415]	3.143230 (10.4670) [0.30030]	0.432580 (1.09440) [0.39527]
DIAS	0.003629 (0.02589) [0.14021]	-0.002259 (0.00280) [-0.80763]	-0.004656 (0.00382) [-1.21759]	0.006179 (0.00170) [3.64057]	0.000132 (0.00058) [0.22668]	0.000787 (0.00074) [1.05995]	0.040072 (0.03908) [1.02548]	-0.003111 (0.00409) [-0.76139]
R-squared	0.914236	0.998512	0.997539	0.474773	0.999965	0.997244	0.364728	0.956818
Adj. R-squared	0.898214	0.998234	0.997079	0.376653	0.999959	0.996729	0.246051	0.948751
Sum sq. resids	12.09997	0.141336	0.264045	0.052024	0.006087	0.009962	27.57278	0.301433
S.E. equation	0.364646	0.039410	0.053866	0.023910	0.008178	0.010463	0.550452	0.057554
F-statistic	57.06174	3591.035	2169.447	4.838727	153842.8	1937.034	3.073277	118.6088
Log likelihood	-34.86538	207.6496	173.5883	262.1187	379.0548	352.2020	-79.75302	166.3711
Akaike AIC	0.970007	-3.479809	-2.854832	-4.479243	-6.624858	-6.132147	1.793633	-2.722405
Schwarz SC	1.414450	-3.035366	-2.410389	-4.034800	-6.180416	-5.687704	2.238076	-2.277962
Mean dependent	12.11662	5.394353	8.354993	0.002395	3.683454	4.638093	6.598377	9.188311
S.D. dependent	1.142950	0.937674	0.996645	0.030284	1.272700	0.182953	0.633941	0.254232
Determinant Residual Covariance	4.97E-22							
Log Likelihood (d.f. adjusted)	1436.097							
Akaike Information Criteria	-23.70820							
Schwarz Criteria	-20.15266							

Cuadro N° 6
Estimadores del Vector Autorregresivo para la Función de Reacción del Banco Central
Instrumento de Política Monetaria: Log Crédito Bruto del Banco Central

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LCIBBCV	CICLO	LIS	LTCN	LINCIDEN NCIA	LVENTA	LRINFMI
LCIBBCV(-1)	1.439055 (0.14235) [10.1096]	0.010298 (0.06653) [0.15479]	0.085672 (0.01973) [4.34325]	0.816556 (0.09345) [8.73789]	0.534910 (0.94244) [0.56758]	-1.715022 (1.41141) [-1.21511]	-0.249468 (0.14309) [-1.74350]
LCIBBCV(-2)	-0.513975 (0.15364) [-3.34540]	0.081733 (0.07181) [1.13819]	-0.063151 (0.02129) [-2.96627]	-0.813951 (0.10086) [-8.06996]	0.059764 (1.01719) [0.05875]	1.786964 (1.52335) [1.17305]	0.138099 (0.15443) [0.89423]
CICLO(-1)	-0.009346 (0.22255) [-0.04199]	0.083027 (0.10402) [0.79817]	0.041247 (0.03084) [1.33746]	0.103632 (0.14611) [0.70930]	-0.490119 (1.47348) [-0.33263]	-0.898630 (2.20669) [-0.40723]	0.060125 (0.22371) [0.26877]
CICLO(-2)	0.055335 (0.21454) [0.25792]	0.185512 (0.10028) [1.84998]	0.014701 (0.02973) [0.49448]	-0.036323 (0.14085) [-0.25788]	-0.638922 (1.42045) [-0.44980]	1.060756 (2.12728) [0.49864]	0.154741 (0.21566) [0.71753]
LIS(-1)	1.154506 (0.68224) [1.69223]	0.213087 (0.31888) [0.66824]	1.471989 (0.09454) [15.5700]	1.732947 (0.44789) [3.86914]	8.097710 (4.51696) [1.79273]	6.180942 (6.76464) [0.91371]	-1.283254 (0.68578) [-1.87123]
LIS(-2)	-1.140023 (0.65396) [-1.74327]	-0.205898 (0.30566) [-0.67362]	-0.486426 (0.09062) [-5.36769]	-1.629026 (0.42932) [-3.79443]	-7.085219 (4.32970) [-1.63642]	-5.419550 (6.48419) [-0.83581]	1.133010 (0.65735) [1.72360]
LTCN(-1)	-0.609370 (0.18043) [-3.37724]	-0.153868 (0.08433) [-1.82449]	0.004383 (0.02500) [0.17531]	0.460298 (0.11845) [3.88586]	-1.050411 (1.19462) [-0.87929]	-2.074636 (1.78907) [-1.15962]	0.471357 (0.18137) [2.59885]
LTCN(-2)	0.665463 (0.17765) [3.74590]	0.032848 (0.08303) [0.39560]	-0.006269 (0.02462) [-0.25464]	0.395107 (0.11663) [3.38777]	-0.014618 (1.17619) [-0.01243]	0.867842 (1.76147) [0.49268]	-0.156403 (0.17857) [-0.87585]
LINCIDENCIA(-1)	0.018855 (0.01550) [1.21633]	0.004752 (0.00725) [0.65587]	-0.000127 (0.00215) [-0.05900]	0.001311 (0.01018) [0.12885]	0.173372 (0.10263) [1.68923]	0.120985 (0.15370) [0.78713]	0.023437 (0.01558) [1.50408]
LINCIDENCIA(-2)	-0.006300 (0.01551) [-0.40613]	0.003369 (0.00725) [0.46467]	-0.000935 (0.00215) [-0.43519]	0.009977 (0.01018) [0.97972]	0.016262 (0.10270) [0.15834]	-0.034510 (0.15381) [-0.22437]	-0.018395 (0.01559) [-1.17970]
LVENTA(-1)	-0.001172 (0.01185) [-0.09890]	0.007272 (0.00554) [1.31250]	0.000258 (0.00164) [0.15733]	-0.001492 (0.00778) [-0.19167]	-0.159336 (0.07848) [-2.03017]	0.062973 (0.11754) [0.53577]	-0.007670 (0.01192) [-0.64365]
LVENTA(-2)	0.014808 (0.01089) [1.36030]	0.001324 (0.00509) [0.26031]	0.001660 (0.00151) [1.10040]	0.000999 (0.00715) [0.13978]	0.034381 (0.07207) [0.47704]	-0.009045 (0.10794) [-0.08380]	0.008062 (0.01094) [0.73680]
LRINFMI(-1)	-0.274294 (0.12611) [-2.17505]	0.035895 (0.05894) [0.60897]	-0.055663 (0.01748) [-3.18523]	-0.351464 (0.08279) [-4.24522]	1.201230 (0.83494) [1.43870]	-0.528247 (1.25042) [-0.42246]	1.226442 (0.12676) [9.67499]
LRINFMI(-2)	0.184070 (0.14298) [1.28740]	-0.025565 (0.06683) [-0.38255]	0.026222 (0.01981) [1.32349]	0.352233 (0.09386) [3.75257]	-0.315881 (0.94662) [-0.33369]	1.809978 (1.41767) [1.27673]	-0.295438 (0.14372) [-2.05565]
C	0.812118 (0.40574)	-0.412667 (0.18964)	0.198649 (0.05623)	-0.081144 (0.26637)	-3.388600 (2.68633)	-5.639753 (4.02306)	0.796284 (0.40785)

	[2.00157]	[-2.17602]	[3.53310]	[-0.30463]	[-1.26142]	[-1.40186]	[1.95240]
R-squared	0.997304	0.384167	0.999963	0.998682	0.911677	0.370741	0.959486
Adj. R-squared	0.996894	0.290454	0.999957	0.998482	0.898236	0.274984	0.953321
Sum sq. resids	0.277540	0.060632	0.005329	0.119617	12.16590	27.28602	0.280429
S.E. equation	0.054925	0.025672	0.007611	0.036058	0.363646	0.544598	0.055210
F-statistic	2430.902	4.099375	175421.1	4979.730	67.83046	3.871689	155.6296
Log likelihood	166.7458	248.1270	378.2157	211.7751	-35.50717	-78.72110	166.1916
Akaike AIC	-2.836369	-4.357515	-6.789078	-3.678040	0.944059	1.751796	-2.826012
Schwarz SC	-2.461674	-3.982819	-6.414383	-3.303344	1.318755	2.126492	-2.451316
Mean dependent	8.382240	0.002701	6.448718	5.421167	12.14052	6.600615	9.191310
S.D. dependent	0.985484	0.030477	1.158535	0.925343	1.139938	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance		4.75E-18					
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1071.269					
Akaike Information Criteria		-18.06111					
Schwarz Criteria		-15.43824					

Cuadro N° 7
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Monetario
Instrumento de Política Monetaria: Log M1 Nominal

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LMIN	LIB	CICLO	LIS	LVENTA	LRINFINI
LINCIDENCIA(-1)	0.127054 (0.11436) [1.11098]	-0.014035 (0.01431) [-0.98088]	-0.011260 (0.01877) [-0.60001]	-0.059760 (0.04010) [-1.49034]	0.008376 (0.00786) [1.06619]	-0.000608 (0.00266) [-0.22864]	-0.106318 (0.16322) [-0.65136]	0.028797 (0.01703) [1.69083]
LINCIDENCIA(-2)	0.020460 (0.10146) [0.20165]	0.011956 (0.01269) [0.94184]	-0.007615 (0.01665) [-0.45735]	0.049288 (0.03557) [1.38551]	0.002769 (0.00697) [0.39733]	7.17E-05 (0.00236) [0.03038]	0.059591 (0.14481) [0.41151]	-0.028854 (0.01511) [-1.90957]
LTCN(-1)	-1.119783 (0.93100) [-1.20277]	1.087973 (0.11648) [9.34025]	-0.133979 (0.15278) [-0.87695]	-0.142399 (0.32643) [-0.43623]	-0.163600 (0.06395) [-2.55811]	0.076284 (0.02165) [3.52323]	-1.643895 (1.32879) [-1.23714]	0.059058 (0.13865) [0.42595]
LTCN(-2)	-0.136161 (0.84023) [-0.16205]	-0.371547 (0.10513) [-3.53431]	0.048238 (0.13788) [0.34984]	0.139522 (0.29461) [0.47359]	0.144263 (0.05772) [2.49942]	-0.063646 (0.01954) [-3.25710]	1.673792 (1.19924) [1.39572]	-0.018075 (0.12513) [-0.14445]
LMIN(-1)	-0.024046 (0.74726) [-0.03218]	0.187382 (0.09349) [2.00422]	0.987161 (0.12263) [8.05012]	0.290993 (0.26201) [1.11063]	-0.041646 (0.05133) [-0.81131]	0.020375 (0.01738) [1.17243]	3.736926 (1.06654) [3.50378]	-0.240246 (0.11129) [-2.15880]
LMIN(-2)	-0.321886 (0.76071) [-0.42314]	-0.279149 (0.09518) [-2.93295]	-0.133353 (0.12483) [-1.06824]	-0.408974 (0.26672) [-1.53332]	0.083546 (0.05226) [1.59877]	-0.025465 (0.01769) [-1.43938]	-3.268888 (1.08574) [-3.01074]	0.179871 (0.11329) [1.58770]
LIB(-1)	0.064942 (0.28085) [0.23124]	0.003134 (0.03514) [0.08920]	0.000651 (0.04609) [0.01413]	0.676823 (0.09847) [6.87328]	0.006693 (0.01929) [0.34694]	0.005912 (0.00653) [0.90519]	-0.812112 (0.40084) [-2.02601]	0.102456 (0.04183) [2.44960]
LIB(-2)	0.447041 (0.32202) [1.38824]	0.084916 (0.04029) [2.10764]	0.055739 (0.05284) [1.05479]	0.357528 (0.11291) [3.16656]	0.010508 (0.02212) [0.47502]	0.001278 (0.00749) [0.17072]	0.329206 (0.45961) [0.71628]	-0.031565 (0.04796) [-0.65819]
CICLO(-1)	-0.402146 (1.43232) [-0.28077]	0.231074 (0.17921) [1.28944]	-0.089475 (0.23505) [-0.38067]	-0.146293 (0.50221) [-0.29130]	0.079740 (0.09839) [0.81044]	0.065809 (0.03331) [1.97561]	-0.840896 (2.04430) [-0.41134]	-0.148170 (0.21331) [-0.69462]
CICLO(-2)	-0.839653 (1.41110) [-0.59503]	-0.159593 (0.17655) [-0.90395]	-0.044669 (0.23156) [-0.19290]	-0.020708 (0.49477) [-0.04185]	0.182074 (0.09693) [1.87834]	0.016688 (0.03282) [0.50853]	1.852392 (2.01402) [0.91975]	0.085170 (0.21015) [0.40528]
LIS(-1)	7.934226 (4.39198) [1.80652]	0.906425 (0.54950) [1.64953]	0.301049 (0.72073) [0.41770]	-0.240972 (1.53994) [-0.15648]	0.340196 (0.30170) [1.12759]	1.409790 (0.10214) [13.8023]	6.213662 (6.26854) [0.99125]	-1.157293 (0.65408) [-1.76934]
LIS(-2)	-6.203844 (4.22550) [-1.46819]	-0.637580 (0.52867) [-1.20600]	-0.109425 (0.69341) [-0.15781]	0.365448 (1.48156) [0.24666]	-0.388877 (0.29026) [-1.33973]	-0.416388 (0.09827) [-4.23720]	-6.436060 (6.03092) [-1.06718]	1.150413 (0.62929) [1.82812]
LVENTA(-1)	-0.155553 (0.07852) [-1.98104]	0.016672 (0.00982) [1.69702]	-0.017174 (0.01289) [-1.33282]	0.019055 (0.02753) [0.69212]	0.002871 (0.00539) [0.53227]	0.001594 (0.00183) [0.87295]	0.119559 (0.11207) [1.06682]	-0.012620 (0.01169) [-1.07917]
LVENTA(-2)	0.022343 (0.07198) [0.31041]	0.003424 (0.00901) [0.38026]	0.016421 (0.01181) [1.39025]	-0.004055 (0.02524) [-0.16067]	0.003585 (0.00494) [0.72496]	0.001882 (0.00167) [1.12427]	0.011287 (0.10273) [0.10987]	0.004862 (0.01072) [0.45353]
LRINFINI(-1)	0.572706 (0.77383)	-0.165807 (0.09682)	-0.010043 (0.12699)	0.129551 (0.27132)	-0.031497 (0.05316)	-0.042786 (0.01800)	-0.961163 (1.10446)	1.120292 (0.11524)

	[0.74009]	[-1.71257]	[-0.07909]	[0.47748]	[-0.59253]	[-2.37749]	[-0.87026]	[9.72108]
LRINFMI(-2)	-0.088525 (0.80523) [-0.10994]	0.006047 (0.10075) [0.06002]	-0.005038 (0.13214) [-0.03812]	-0.405168 (0.28233) [-1.43508]	0.032922 (0.05531) [0.59518]	0.002206 (0.01873) [0.11779]	2.737805 (1.14927) [2.38220]	-0.232520 (0.11992) [-1.93897]
C	2.877464 (3.86061) [0.74534]	1.782511 (0.48302) [3.69034]	1.318958 (0.63353) [2.08191]	3.234323 (1.35362) [2.38938]	-0.635211 (0.26520) [-2.39522]	0.357400 (0.08978) [3.98068]	-11.91352 (5.51013) [-2.16211]	1.258215 (0.57495) [2.18840]
DIAS	0.012394 (0.02622) [0.47268]	-0.001128 (0.00328) [-0.34388]	-0.003503 (0.00430) [-0.81407]	-0.002011 (0.00919) [-0.21870]	0.006454 (0.00180) [3.58306]	0.000159 (0.00061) [0.26073]	0.005793 (0.03742) [0.15478]	-0.001016 (0.00390) [-0.26006]
R-squared	0.917326	0.998036	0.997690	0.982074	0.454203	0.999957	0.465022	0.963511
Adj. R-squared	0.901535	0.997661	0.997249	0.978649	0.349950	0.999948	0.362835	0.956541
Sum sq. resids	11.38770	0.178261	0.306664	1.399972	0.053736	0.006159	23.19779	0.252569
S.E. equation	0.357703	0.044754	0.058700	0.125419	0.024572	0.008319	0.510538	0.053271
F-statistic	58.08949	2660.371	2261.002	286.8078	4.356729	120928.4	4.550699	138.2405
Log likelihood	-31.97062	190.4310	161.4071	80.16972	254.5860	370.4755	-70.03713	171.7898
Akaike AIC	0.934030	-3.223010	-2.680506	-1.162051	-4.422169	-6.588326	1.645554	-2.874575
Schwarz SC	1.383665	-2.773375	-2.230871	-0.712416	-3.972534	-6.138691	2.095189	-2.424941
Mean dependent	12.14052	5.421167	14.09743	7.834082	0.002701	6.448718	6.600615	9.191310
S.D. dependent	1.139938	0.925343	1.119079	0.858341	0.030477	1.158535	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance		1.92E-19						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1091.194						
Akaike Information Criteria		-17.70455						
Schwarz Criteria		-14.10747						

Cuadro N° 8
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Crediticio
Instrumento de Política Monetaria: Log M1 Nominal

Muestra: 1991:02 2000:12

Observaciones incluidas: 111

Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LMIN	LCIR	CICLO	LIS	LRINFMI	LVENTA
LINCIDENCIA(-1)	0.135622 (0.11567) [1.17248]	-0.007661 (0.01452) [-0.52773]	-0.005580 (0.01904) [-0.29299]	0.000840 (0.01703) [0.04930]	0.007596 (0.00784) [0.96844]	0.000433 (0.00264) [0.16408]	0.023948 (0.01753) [1.36601]	-0.089623 (0.16859) [-0.53160]
LINCIDENCIA(-2)	0.046420 (0.10343) [0.44881]	0.010337 (0.01298) [0.79638]	-0.005501 (0.01703) [-0.32306]	0.015545 (0.01523) [1.02093]	0.002719 (0.00701) [0.38774]	2.72E-05 (0.00236) [0.01155]	-0.023058 (0.01568) [-1.47091]	0.038513 (0.15075) [-0.25548]
LTCN(-1)	0.019317 (0.96512) [0.02002]	1.077928 (0.12112) [8.89935]	-0.058751 (0.15889) [-0.36976]	-0.297097 (0.14208) [-2.09105]	-0.146842 (0.06544) [-2.24386]	0.072513 (0.02200) [3.29564]	0.285529 (0.14628) [1.95198]	-2.502297 (1.40665) [-1.77891]
LTCN(-2)	-0.151069 (0.89508) [-0.16878]	-0.218438 (0.11233) [-1.94453]	0.072143 (0.14736) [0.48957]	0.165102 (0.13177) [1.25295]	0.164524 (0.06069) [2.71076]	-0.052477 (0.02041) [-2.57163]	-0.083309 (0.13566) [-0.61409]	1.645187 (1.30458) [1.26109]
LMIN(-1)	0.355032 (0.82256) [0.43162]	0.063111 (0.10323) [0.61135]	0.994644 (0.13542) [7.34477]	0.205249 (0.12109) [1.69495]	-0.052825 (0.05578) [-0.94710]	0.011327 (0.01875) [0.60403]	-0.108545 (0.12467) [-0.87065]	3.418148 (1.19888) [2.85111]
LMIN(-2)	0.071096 (0.82862) [0.08580]	-0.126658 (0.10399) [-1.21794]	-0.097728 (0.13642) [-0.71638]	-0.245167 (0.12199) [-2.00980]	0.114759 (0.05619) [2.04248]	-0.022105 (0.01889) [-1.17014]	0.151257 (0.12559) [1.20439]	-3.206798 (1.20770) [-2.65528]
LCIR(-1)	-0.294047 (0.85173) [-0.34524]	0.342938 (0.10689) [3.20822]	0.011734 (0.14022) [0.08368]	0.962883 (0.12539) [7.67926]	0.052991 (0.05775) [0.91755]	0.024444 (0.01942) [1.25885]	-0.142638 (0.12909) [-1.10494]	-0.277184 (1.24138) [-0.22329]
LCIR(-2)	-1.077633 (0.89811) [-1.19989]	-0.237383 (0.11271) [-2.10605]	-0.041626 (0.14786) [-0.28152]	-0.100930 (0.13222) [-0.76337]	-0.074977 (0.06090) [-1.23118]	0.004074 (0.02048) [0.19899]	-0.071686 (0.13612) [-0.52664]	0.375739 (1.30899) [0.28705]
CICLO(-1)	0.199369 (1.44231) [0.13823]	0.247862 (0.18101) [1.36930]	-0.040646 (0.23745) [-0.17118]	0.190970 (0.21233) [0.89940]	0.090903 (0.09780) [0.92949]	0.069587 (0.03288) [2.11626]	0.002028 (0.21860) [0.00928]	-1.646664 (2.10216) [-0.78332]
CICLO(-2)	-0.249429 (1.41985) [-0.17567]	-0.123968 (0.17820) [-0.69569]	0.013997 (0.23376) [0.05988]	-0.040451 (0.20903) [-0.19352]	0.189256 (0.09628) [1.96576]	0.017165 (0.03237) [0.53026]	0.140249 (0.21520) [0.65172]	1.756474 (2.06943) [0.84877]
LIS(-1)	9.906112 (4.59447) [2.15609]	1.237096 (0.57662) [2.14544]	0.401940 (0.75641) [0.53138]	0.307740 (0.67638) [0.45498]	0.447502 (0.31154) [1.43643]	1.404948 (0.10475) [13.4130]	-0.970339 (0.69636) [-1.39345]	5.352057 (6.69641) [0.79924]
LIS(-2)	-9.793726 (4.50214) [-2.17535]	-1.043282 (0.56503) [-1.84642]	-0.309967 (0.74121) [-0.41819]	-0.206775 (0.66279) [-0.31198]	-0.538215 (0.30528) [-1.76304]	-0.403388 (0.10264) [-3.93011]	0.738722 (0.68236) [1.08260]	-4.890039 (6.56183) [-0.74522]
LRINFMI(-1)	0.538921 (0.86596) [0.62234]	0.084443 (0.10868) [0.77699]	0.045286 (0.14257) [0.31765]	-0.005677 (0.12748) [-0.04453]	-0.003039 (0.05872) [-0.05175]	-0.016581 (0.01974) [-0.83989]	1.068337 (0.13125) [8.13983]	-1.514265 (1.26213) [-1.19977]
LRINFMI(-2)	-0.090800 (0.84704) [-0.10720]	-0.102917 (0.10631) [-0.96813]	-0.018666 (0.13945) [-0.13386]	-0.073987 (0.12470) [-0.59333]	0.015832 (0.05744) [0.27565]	-0.006254 (0.01931) [-0.32384]	-0.208456 (0.12838) [-1.62374]	2.927133 (1.23455) [2.37102]
LVENTA(-1)	-0.167538	0.012971	-0.018346	0.011589	0.002120	0.001467	-0.012686	0.122594

	(0.07984)	(0.01002)	(0.01314)	(0.01175)	(0.00541)	(0.00182)	(0.01210)	(0.11637)
	[-2.09834]	[1.29445]	[-1.39565]	[0.98594]	[0.39158]	[0.80580]	[-1.04834]	[1.05348]
LVENTA(-2)	0.019285	0.003249	0.017150	0.013840	0.003148	0.002125	0.004810	0.007630
	(0.07354)	(0.00923)	(0.01211)	(0.01083)	(0.00499)	(0.00168)	(0.01115)	(0.10718)
	[0.26224]	[0.35201]	[1.41661]	[1.27845]	[0.63126]	[1.26725]	[0.43161]	[0.07119]
C	6.078346	0.006166	0.909464	1.695034	-0.709139	0.106231	2.075272	-8.677835
	(5.29762)	(0.66486)	(0.87217)	(0.77989)	(0.35922)	(0.12078)	(0.80293)	(7.72124)
	[1.14737]	[0.00927]	[1.04276]	[2.17342]	[-1.97413]	[0.87957]	[2.58464]	[-1.12389]
DIAS	0.016961	-0.001739	-0.003599	-0.005715	0.006552	8.40E-06	-0.000237	0.006194
	(0.02679)	(0.00336)	(0.00441)	(0.00394)	(0.00182)	(0.00061)	(0.00406)	(0.03904)
	[0.63322]	[-0.51728]	[-0.81616]	[-1.44927]	[3.60728]	[0.01376]	[-0.05835]	[0.15866]
R-squared	0.914882	0.997965	0.997606	0.973881	0.452474	0.999957	0.961090	0.425627
Adj. R-squared	0.898623	0.997577	0.997149	0.968892	0.347890	0.999949	0.953657	0.315915
Sum sq. resids	11.72443	0.184670	0.317783	0.254098	0.053907	0.006094	0.269328	24.90604
S.E. equation	0.362953	0.045552	0.059754	0.053432	0.024611	0.008275	0.055011	0.529002
F-statistic	56.27078	2567.862	2181.707	195.2020	4.326434	122223.9	129.3124	3.879501
Log likelihood	-33.52966	188.5414	159.5016	171.4668	254.4168	371.0456	168.3525	-73.83848
Akaike AIC	0.963171	-3.187689	-2.644889	-2.868539	-4.419005	-6.598983	-2.810327	1.716607
Schwarz SC	1.412806	-2.738054	-2.195255	-2.418904	-3.969370	-6.149348	-2.360693	2.166242
Mean dependent	12.14052	5.421167	14.09743	4.308733	0.002701	6.448718	9.191310	6.600615
S.D. dependent	1.139938	0.925343	1.119079	0.302947	0.030477	1.158535	0.255538	0.639591
Determinant Residual Covariance		2.68E-20						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1196.320						
Akaike Information Criteria		-19.66953						
Schwarz Criteria		-16.07245						

Cuadro N° 9
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Cambiario
Instrumento de Política Monetaria: Log M1 Nominal

Muestra: 1991:01 2000:12
 Observaciones incluidas: 112
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LMIN	CICLO	LIPCS	LTZR	LVENTA	LRINFMI
LINCIDENCIA(-1)	0.209103 (0.11126) [1.87948]	-0.000811 (0.01448) [-0.05604]	-0.003637 (0.01777) [-0.20464]	0.008646 (0.00731) [1.18269]	-0.000759 (0.00245) [-0.30976]	0.002891 (0.00355) [0.81468]	-0.071531 (0.15970) [-0.44789]	0.029880 (0.01752) [1.70505]
LINCIDENCIA(-2)	0.047633 (0.10250) [0.46471]	0.017997 (0.01334) [1.34905]	-0.005171 (0.01637) [-0.31585]	0.002842 (0.00673) [0.42196]	0.001708 (0.00226) [0.75652]	-0.000377 (0.00327) [-0.11526]	0.040777 (0.14714) [0.27714]	-0.018399 (0.01615) [-1.13958]
LTCN(-1)	-0.708272 (0.95527) [-0.74144]	1.199699 (0.12433) [9.64958]	-0.157804 (0.15259) [-1.03420]	-0.147273 (0.06277) [-2.34638]	0.033544 (0.02103) [1.59468]	0.105945 (0.03047) [3.47756]	-2.249778 (1.37126) [-1.64067]	0.098084 (0.15047) [0.65185]
LTCN(-2)	-0.258762 (1.04781) [-0.24695]	-0.285748 (0.13637) [-2.09537]	0.119972 (0.16737) [0.71682]	0.142602 (0.06885) [2.07130]	-0.042291 (0.02307) [-1.83294]	-0.035826 (0.03342) [-1.07211]	2.052750 (1.50410) [1.36477]	0.077362 (0.16505) [0.46873]
LMIN(-1)	0.020270 (0.75877) [0.02671]	0.197639 (0.09875) [2.00136]	0.981939 (0.12120) [8.10191]	-0.026143 (0.04985) [-0.52438]	0.004817 (0.01671) [0.28828]	0.028213 (0.02420) [1.16592]	3.465971 (1.08918) [3.18217]	-0.227380 (0.11952) [-1.90248]
LMIN(-2)	-0.192775 (0.76484) [-0.25205]	-0.234564 (0.09954) [-2.35644]	-0.094963 (0.12217) [-0.77732]	0.079445 (0.05025) [1.58088]	-0.018702 (0.01684) [-1.11049]	-0.007217 (0.02439) [-0.29588]	-3.113497 (1.09789) [-2.83588]	0.200830 (0.12047) [1.66700]
CICLO(-1)	-0.322274 (1.47051) [-0.21916]	0.335845 (0.19138) [1.75482]	-0.106715 (0.23489) [-0.45433]	0.070843 (0.09662) [0.73321]	0.058382 (0.03238) [1.80300]	0.021734 (0.04690) [0.46345]	-1.198800 (2.11087) [-0.56792]	-0.074788 (0.23163) [-0.32288]
CICLO(-2)	-0.429487 (1.45262) [-0.29566]	-0.003698 (0.18906) [-0.01956]	-0.034911 (0.23203) [-0.15046]	0.159976 (0.09544) [1.67613]	0.050984 (0.03199) [1.59393]	-0.014543 (0.04633) [-0.31393]	2.266666 (2.08518) [1.08704]	0.134542 (0.22881) [0.58800]
LIPCS(-1)	7.392989 (4.59705) [1.60820]	0.404709 (0.59830) [0.67644]	0.972916 (0.73429) [1.32498]	0.722211 (0.30205) [2.39104]	1.299249 (0.10123) [12.8351]	0.151298 (0.14661) [1.03199]	1.955954 (6.59890) [0.29641]	-0.907206 (0.72411) [-1.25286]
LIPCS(-2)	-5.777969 (4.52012) [-1.27828]	-0.314807 (0.58828) [-0.53513]	-0.830605 (0.72200) [-1.15042]	-0.785728 (0.29699) [-2.64560]	-0.269075 (0.09953) [-2.70339]	-0.244152 (0.14415) [-1.69369]	-2.264690 (6.48848) [-0.34903]	0.791208 (0.71199) [1.11126]
LTZR(-1)	6.780940 (3.72024) [1.82272]	0.623178 (0.48418) [1.28708]	0.700295 (0.59424) [1.17848]	-0.051117 (0.24444) [-0.20912]	0.354549 (0.08192) [4.32804]	0.866928 (0.11864) [7.30694]	-0.363597 (5.34027) [-0.06809]	0.316548 (0.58600) [0.54019]
LTZR(-2)	-5.125169 (3.37635) [-1.51796]	-0.625794 (0.43942) [-1.42412]	-0.627493 (0.53931) [-1.16352]	0.008451 (0.22184) [0.03810]	-0.274208 (0.07435) [-3.68822]	-0.043577 (0.10768) [-0.40470]	-0.585631 (4.84663) [-0.12083]	-0.407565 (0.53183) [-0.76635]
LVENTA(-1)	-0.141092 (0.08096) [-1.74266]	0.014498 (0.01054) [1.37592]	-0.017066 (0.01293) [-1.31967]	0.001232 (0.00532) [0.23163]	0.001926 (0.00178) [1.08046]	0.000592 (0.00258) [0.22939]	0.118304 (0.11622) [1.01793]	-0.014499 (0.01275) [-1.13693]
LVENTA(-2)	0.027435 (0.07284) [0.37663]	0.003021 (0.00948) [0.31865]	0.018105 (0.01164) [1.55604]	0.003988 (0.00479) [0.83327]	-0.000966 (0.00160) [-0.60213]	0.003983 (0.00232) [1.71445]	-0.003537 (0.10457) [-0.03382]	0.004829 (0.01147) [0.42086]
LRINFMI(-1)	1.315158	-0.112674	0.038668	-0.034280	-0.028771	-0.051607	-1.390099	1.120947

	(0.71521)	(0.09308)	(0.11424)	(0.04699)	(0.01575)	(0.02281)	(1.02665)	(0.11266)
	[1.83885]	[-1.21047]	[0.33848]	[-0.72948]	[-1.82689]	[-2.26254]	[-1.35401]	[9.95016]
LRINFMI(-2)	-0.287742	-0.001279	0.027019	0.070572	0.004306	0.025468	2.412154	-0.169630
	(0.75004)	(0.09762)	(0.11980)	(0.04928)	(0.01652)	(0.02392)	(1.07666)	(0.11814)
	[-0.38364]	[-0.01310]	[0.22552]	[1.43202]	[0.26073]	[1.06470]	[2.24041]	[-1.43580]
C	-5.845985	1.431969	0.511267	-0.957095	-0.009813	0.626764	-1.824812	0.734755
	(5.77511)	(0.75162)	(0.92246)	(0.37945)	(0.12717)	(0.18418)	(8.28996)	(0.90967)
	[-1.01227]	[1.90518]	[0.55424]	[-2.52230]	[-0.07717]	[3.40304]	[-0.22012]	[0.80771]
DIAS	0.001748	-0.001889	-0.003622	0.006725	-6.66E-05	0.001310	0.009118	-0.002454
	(0.02671)	(0.00348)	(0.00427)	(0.00175)	(0.00059)	(0.00085)	(0.03834)	(0.00421)
	[0.06545]	[-0.54361]	[-0.84899]	[3.83263]	[-0.11329]	[1.53781]	[0.23785]	[-0.58334]
R-squared	0.913350	0.997819	0.997748	0.467176	0.999966	0.996560	0.419622	0.956548
Adj. R-squared	0.897163	0.997412	0.997327	0.367637	0.999960	0.995918	0.311200	0.948431
Sum sq. resids	12.22494	0.207072	0.311906	0.052777	0.005928	0.012434	25.19019	0.303316
S.E. equation	0.366524	0.047702	0.058545	0.024082	0.008071	0.011689	0.526132	0.057733
F-statistic	56.42368	2449.354	2371.585	4.693412	157970.6	1550.945	3.870262	117.8392
Log likelihood	-35.42540	186.8348	164.5096	261.3361	380.4978	340.1244	-74.82762	166.0317
Akaike AIC	0.980283	-3.097886	-2.688250	-4.464882	-6.651335	-5.910539	1.703259	-2.716177
Schwarz SC	1.424725	-2.653443	-2.243807	-4.020439	-6.206892	-5.466096	2.147702	-2.271734
Mean dependent	12.11662	5.394353	14.06602	0.002395	3.683454	4.638093	6.598377	9.188311
S.D. dependent	1.142950	0.937674	1.132433	0.030284	1.272700	0.182953	0.633941	0.254232
Determinant Residual Covariance		1.58E-21						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1373.037						
Akaike Information Criteria		-22.55113						
Schwarz Criteria		-18.99559						

Cuadro N° 10
Estimadores del Vector Autorregresivo para la Función de Reacción del Banco Central
Instrumento de Política Monetaria: Log M1 Nominal

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LMIN	CICLO	LIS	LTCN	LINCIDEN NCIA	LVENTA	LRINFMI
LMIN(-1)	0.973250 (0.11908) [8.17319]	0.000373 (0.05252) [0.00709]	0.024596 (0.01680) [1.46401]	0.191662 (0.09558) [2.00527]	0.130390 (0.73873) [0.17650]	3.371181 (1.04987) [3.21106]	-0.194679 (0.11217) [-1.73564]
LMIN(-2)	-0.083248 (0.11914) [-0.69871]	0.042535 (0.05255) [0.80940]	-0.026306 (0.01681) [-1.56492]	-0.232573 (0.09563) [-2.43194]	-0.208332 (0.73915) [-0.28186]	-3.117429 (1.05045) [-2.96770]	0.167322 (0.11223) [1.49090]
CICLO(-1)	-0.049781 (0.23312) [-0.21354]	0.113842 (0.10282) [1.10718]	0.075454 (0.03289) [2.29413]	0.304883 (0.18712) [1.62938]	0.098539 (1.44623) [0.06814]	-1.668013 (2.05533) [-0.81155]	-0.036041 (0.21959) [-0.16413]
CICLO(-2)	0.013895 (0.22986) [0.06045]	0.199765 (0.10139) [1.97035]	0.021677 (0.03243) [0.66842]	-0.067491 (0.18450) [-0.36580]	-0.318651 (1.42602) [-0.22346]	1.716461 (2.02661) [0.84696]	0.112851 (0.21652) [0.52120]
LIS(-1)	0.386499 (0.72317) [0.53445]	0.286295 (0.31897) [0.89757]	1.414220 (0.10203) [13.8610]	0.993707 (0.58046) [1.71193]	8.240099 (4.48637) [1.83669]	5.743358 (6.37589) [0.90079]	-1.086408 (0.68119) [-1.59487]
LIS(-2)	-0.283288 (0.69186) [-0.40946]	-0.341586 (0.30516) [-1.11937]	-0.429944 (0.09761) [-4.40463]	-0.851321 (0.55533) [-1.53300]	-7.190818 (4.29215) [-1.67534]	-5.349517 (6.09987) [-0.87699]	0.987022 (0.65170) [1.51453]
LTCN(-1)	-0.076327 (0.14679) [-0.51998]	-0.120493 (0.06474) [-1.86105]	0.087728 (0.02071) [4.23606]	1.192096 (0.11782) [10.1178]	-0.438373 (0.91065) [-0.48139]	-2.521482 (1.29419) [-1.94832]	0.180944 (0.13827) [1.30864]
LTCN(-2)	0.088213 (0.13607) [0.64827]	0.119408 (0.06002) [1.98954]	-0.063178 (0.01920) [-3.29084]	-0.330004 (0.10922) [-3.02144]	0.002631 (0.84417) [0.00312]	1.694389 (1.19971) [1.41234]	-0.015129 (0.12817) [-0.11804]
LINCIDENCIA(-1)	-0.002293 (0.01801) [-0.12732]	0.007342 (0.00794) [0.92411]	-0.000215 (0.00254) [-0.08451]	-0.002072 (0.01446) [-0.14328]	0.184565 (0.11175) [1.65162]	-0.104855 (0.15881) [-0.66024]	0.030064 (0.01697) [1.77190]
LINCIDENCIA(-2)	-0.006241 (0.01666) [-0.37455]	0.005049 (0.00735) [0.68700]	0.000436 (0.00235) [0.18534]	0.015162 (0.01338) [1.13357]	0.044017 (0.10338) [0.42578]	0.036054 (0.14692) [0.24540]	-0.025562 (0.01570) [-1.62847]
LVENTA(-1)	-0.019430 (0.01286) [-1.51110]	0.004877 (0.00567) [0.85989]	0.001576 (0.00181) [0.86894]	0.014688 (0.01032) [1.42315]	-0.159999 (0.07977) [-2.00579]	0.122363 (0.11336) [1.07938]	-0.013256 (0.01211) [-1.09452]
LVENTA(-2)	0.019346 (0.01170) [1.65368]	0.001021 (0.00516) [0.19780]	0.001955 (0.00165) [1.18456]	0.006003 (0.00939) [0.63930]	0.028505 (0.07258) [0.39277]	0.000546 (0.10314) [0.00529]	0.006582 (0.01102) [0.59726]
LRINFMI(-1)	0.039162 (0.12215) [0.32060]	0.009278 (0.05388) [0.17221]	-0.034657 (0.01723) [-2.01096]	-0.074040 (0.09805) [-0.75515]	1.169973 (0.75780) [1.54390]	-1.432977 (1.07696) [-1.33057]	1.189676 (0.11506) [10.3395]
LRINFMI(-2)	-0.004095 (0.13207) [-0.03101]	0.009060 (0.05825) [0.15553]	0.000203 (0.01863) [0.01092]	-0.006364 (0.10600) [-0.06004]	-0.222561 (0.81930) [-0.27165]	2.833824 (1.16436) [2.43380]	-0.245528 (0.12440) [-1.97371]
C	0.624014 (0.53369)	-0.603290 (0.23539)	0.297416 (0.07530)	0.835398 (0.42837)	-1.963683 (3.31087)	-8.078947 (4.70531)	0.661764 (0.50271)

	[1.16925]	[-2.56290]	[3.94999]	[1.95018]	[-0.59310]	[-1.71699]	[1.31640]
R-squared	0.997583	0.366070	0.999955	0.997723	0.910359	0.424882	0.958875
Adj. R-squared	0.997215	0.269602	0.999948	0.997376	0.896718	0.337364	0.952617
Sum sq. resids	0.320823	0.062414	0.006386	0.206695	12.34744	24.93835	0.284657
S.E. equation	0.059053	0.026046	0.008331	0.047399	0.366349	0.520643	0.055625
F-statistic	2712.503	3.794742	146397.6	2879.066	66.73659	4.854792	153.2204
Log likelihood	158.9922	246.5775	368.5399	182.5134	-36.29957	-73.90784	165.3910
Akaike AIC	-2.691443	-4.328551	-6.608222	-3.131091	0.958871	1.661829	-2.811047
Schwarz SC	-2.316748	-3.953855	-6.233526	-2.756395	1.333566	2.036524	-2.436352
Mean dependent	14.09743	0.002701	6.448718	5.421167	12.14052	6.600615	9.191310
S.D. dependent	1.119079	0.030477	1.158535	0.925343	1.139938	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance		1.85E-17					
Log Likelihood (d.f. adjusted)		998.4575					
Akaike Information Criteria		-16.70014					
Schwarz Criteria		-14.07727					

Cuadro N° 11
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Monetario
Instrumento de Política Monetaria: Log Dinero Base

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LDBASE	LIB	CICLO	LIS	LVENTA	LRINFMI
LINCIDENCIA(-1)	0.084337 (0.11013) [0.76583]	-0.002452 (0.01478) [-0.16589]	-0.016082 (0.02730) [-0.58906]	-0.026768 (0.03957) [-0.67647]	0.007760 (0.00782) [0.99210]	0.001036 (0.00264) [0.39244]	0.074958 (0.16481) [0.45482]	0.026050 (0.01692) [1.53944]
LINCIDENCIA(-2)	-0.024516 (0.09980) [-0.24564]	0.006278 (0.01339) [0.46876]	-0.037549 (0.02474) [-1.51766]	0.031767 (0.03586) [0.88582]	0.006065 (0.00709) [0.85554]	-0.000686 (0.00239) [-0.28702]	0.057046 (0.14936) [0.38194]	-0.025239 (0.01534) [-1.64576]
LTCN(-1)	-0.766536 (0.89319) [-0.85820]	1.064769 (0.11986) [8.88311]	0.003043 (0.22143) [0.01375]	-0.224385 (0.32094) [-0.69914]	-0.176206 (0.06344) [-2.77748]	0.071113 (0.02140) [3.32257]	-2.845223 (1.33671) [-2.12853]	0.106158 (0.13725) [0.77349]
LTCN(-2)	-0.573026 (0.84301) [-0.67974]	-0.282339 (0.11313) [-2.49570]	-0.251715 (0.20899) [-1.20446]	0.220222 (0.30291) [0.72701]	0.140101 (0.05988) [2.33982]	-0.057349 (0.02020) [-2.83898]	2.972650 (1.26161) [2.35624]	-0.009724 (0.12954) [-0.07507]
LDBASE(-1)	-0.152912 (0.46226) [-0.33080]	0.058173 (0.06203) [0.93776]	0.780665 (0.11459) [6.81241]	-0.203498 (0.16610) [-1.22516]	-0.012042 (0.03283) [-0.36676]	-0.003263 (0.01108) [-0.29460]	1.595090 (0.69179) [2.30575]	-0.093272 (0.07103) [-1.31315]
LDBASE(-2)	-0.510856 (0.47820) [-1.06830]	-0.048430 (0.06417) [-0.75468]	-0.099552 (0.11855) [-0.83977]	0.122284 (0.17183) [0.71167]	0.037644 (0.03396) [1.10832]	0.001507 (0.01146) [0.13151]	-0.742195 (0.71565) [-1.03710]	0.125781 (0.07348) [1.71180]
LIB(-1)	-0.019474 (0.27583) [-0.07060]	0.019952 (0.03702) [0.53901]	0.057088 (0.06838) [0.83489]	0.696154 (0.09911) [7.02403]	0.006227 (0.01959) [0.31786]	0.007350 (0.00661) [1.11201]	-0.510661 (0.41279) [-1.23711]	0.098476 (0.04238) [2.32348]
LIB(-2)	0.394422 (0.30568) [1.29030]	0.052086 (0.04102) [1.26972]	-0.016252 (0.07578) [-0.21447]	0.313110 (0.10984) [2.85063]	0.021590 (0.02171) [0.99438]	-0.001182 (0.00732) [-0.16134]	0.164232 (0.45747) [0.35900]	-0.030725 (0.04697) [-0.65414]
CICLO(-1)	-0.327733 (1.39532) [-0.23488]	0.171853 (0.18725) [0.91778]	0.176730 (0.34590) [0.51092]	-0.181699 (0.50137) [-0.36241]	0.094306 (0.09911) [0.95158]	0.063745 (0.03344) [1.90652]	-0.811454 (2.08816) [-0.38860]	-0.209756 (0.21440) [-0.97833]
CICLO(-2)	-0.857159 (1.37766) [-0.62218]	-0.227588 (0.18488) [-1.23101]	-0.437712 (0.34153) [-1.28163]	-0.085107 (0.49503) [-0.17192]	0.201373 (0.09785) [2.05795]	0.012381 (0.03301) [0.37503]	1.367405 (2.06174) [0.66323]	0.086053 (0.21169) [0.40651]
LIS(-1)	8.149083 (4.29111) [1.89906]	1.016908 (0.57586) [1.76590]	-0.157981 (1.06378) [-0.14851]	-0.080897 (1.54189) [-0.05247]	0.305514 (0.30478) [1.00239]	1.421556 (0.10283) [13.8250]	8.368489 (6.42186) [1.30313]	-1.332857 (0.65936) [-2.02143]
LIS(-2)	-5.976856 (4.12523) [-1.44885]	-0.889998 (0.55360) [-1.60766]	0.637800 (1.02266) [0.62367]	0.164380 (1.48229) [0.11090]	-0.331140 (0.29300) [-1.13016]	-0.432506 (0.09885) [-4.37536]	-9.156402 (6.17361) [-1.48315]	1.199324 (0.63388) [1.89205]
LVENTA(-1)	-0.124759 (0.07877) [-1.58385]	0.011961 (0.01057) [1.13151]	-0.027422 (0.01953) [-1.40429]	0.004635 (0.02830) [0.16377]	0.002529 (0.00559) [0.45201]	0.000906 (0.00189) [0.47990]	0.046222 (0.11788) [0.39210]	-0.013823 (0.01210) [-1.14208]
LVENTA(-2)	0.016691 (0.07055) [0.23659]	0.006470 (0.00947) [0.68341]	0.009342 (0.01749) [0.53414]	-0.004369 (0.02535) [-0.17236]	0.002908 (0.00501) [0.58034]	0.001943 (0.00169) [1.14956]	0.026309 (0.10558) [0.24919]	0.006634 (0.01084) [0.61197]
LRINFMI(-1)	0.988293	-0.151227	0.063197	0.234350	-0.052794	-0.039468	-1.496797	1.115872

	(0.77882)	(0.10452)	(0.19307)	(0.27985)	(0.05532)	(0.01866)	(1.16555)	(0.11967)
	[1.26896]	[-1.44693]	[0.32732]	[0.83742]	[-0.95437]	[-2.11484]	[-1.28420]	[9.32438]
LRINFMI(-2)	-0.103762	-0.010077	0.102859	-0.461036	0.037664	0.000198	2.853994	-0.254209
	(0.79092)	(0.10614)	(0.19607)	(0.28420)	(0.05618)	(0.01895)	(1.18366)	(0.12153)
	[-0.13119]	[-0.09494]	[0.52460]	[-1.62224]	[0.67046]	[0.01046]	[2.41117]	[-2.09171]
C	3.092584	0.948125	1.640163	2.546951	-0.403388	0.317133	-13.42372	0.733646
	(3.09526)	(0.41538)	(0.76732)	(1.11220)	(0.21985)	(0.07417)	(4.63221)	(0.47561)
	[0.99914]	[2.28256]	[2.13751]	[2.29002]	[-1.83486]	[4.27577]	[-2.89791]	[1.54253]
DIAS	0.009111	0.001002	-0.001550	0.001864	0.006076	0.000372	0.030179	-0.001357
	(0.02530)	(0.00340)	(0.00627)	(0.00909)	(0.00180)	(0.00061)	(0.03787)	(0.00389)
	[0.36008]	[0.29496]	[-0.24704]	[0.20504]	[3.38069]	[0.61417]	[0.79694]	[-0.34904]
R-squared	0.920348	0.997823	0.994037	0.981861	0.437823	0.999956	0.433324	0.962575
Adj. R-squared	0.905134	0.997407	0.992898	0.978397	0.330440	0.999947	0.325082	0.955427
Sum sq. resids	10.97144	0.197585	0.674261	1.416554	0.055349	0.006300	24.57228	0.259045
S.E. equation	0.351105	0.047117	0.087040	0.126160	0.024938	0.008413	0.525446	0.053950
F-statistic	60.49204	2399.669	872.7273	283.3891	4.077235	118228.3	4.003305	134.6537
Log likelihood	-29.97838	184.9247	119.2563	79.53975	253.0040	369.2674	-73.11670	170.4353
Akaike AIC	0.896792	-3.120089	-1.892642	-1.150276	-4.392597	-6.565747	1.703116	-2.849258
Schwarz SC	1.346427	-2.670454	-1.443007	-0.700641	-3.942963	-6.116112	2.152751	-2.399623
Mean dependent	12.14052	5.421167	13.77712	7.834082	0.002701	6.448718	6.600615	9.191310
S.D. dependent	1.139938	0.925343	1.032829	0.858341	0.030477	1.158535	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance	5.75E-19							
Log Likelihood (d.f. adjusted)	1032.404							
Akaike Information Criteria	-16.60567							
Schwarz Criteria	-13.00860							

Cuadro N° 12
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Crediticio
Instrumento de Política Monetaria: Log Dinero Base

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LDBASE	LCIR	CICLO	LIS	LRINFMI	LVENTA
LINCIDENCIA(-1)	0.121650 (0.11182) [1.08794]	-0.006516 (0.01440) [-0.45248]	-0.007346 (0.02673) [-0.27484]	-0.001828 (0.01652) [-0.11063]	0.009276 (0.00796) [1.16554]	0.000655 (0.00258) [0.25397]	0.025980 (0.01719) [1.51128]	0.054254 (0.16594) [0.32695]
LINCIDENCIA(-2)	0.009423 (0.10331) [0.09121]	0.005292 (0.01330) [0.39780]	-0.043006 (0.02469) [-1.74156]	0.003936 (0.01527) [0.25781]	0.006284 (0.00735) [0.85469]	-0.001589 (0.00238) [-0.66733]	-0.016525 (0.01588) [-1.04047]	0.062546 (0.15331) [0.40797]
LTCN(-1)	-0.147688 (0.90563) [-0.16308]	1.065441 (0.11663) [9.13543]	0.057804 (0.21647) [0.26702]	-0.326763 (0.13383) [-2.44159]	-0.153646 (0.06446) [-2.38376]	0.067772 (0.02088) [3.24599]	0.294639 (0.13923) [2.11622]	-3.435554 (1.34398) [-2.55625]
LTCN(-2)	-0.650026 (0.88485) [-0.73462]	-0.188163 (0.11395) [-1.65126]	-0.326790 (0.21151) [-1.54505]	0.146626 (0.13076) [1.12133]	0.147378 (0.06298) [2.34020]	-0.051507 (0.02040) [-2.52490]	-0.080441 (0.13603) [-0.59133]	3.322670 (1.31315) [2.53031]
LDBASE(-1)	-0.030396 (0.50863) [-0.05976]	-0.021863 (0.06550) [-0.33377]	0.780068 (0.12158) [6.41618]	0.061226 (0.07516) [0.81457]	-0.022914 (0.03620) [-0.63298]	-0.013565 (0.01173) [-1.15684]	-0.035847 (0.07820) [-0.45843]	1.562404 (0.75482) [2.06990]
LDBASE(-2)	-0.609789 (0.51770) [-1.17788]	0.005505 (0.06667) [0.08257]	-0.194981 (0.12375) [-1.57564]	-0.160098 (0.07651) [-2.09265]	0.034442 (0.03685) [0.93476]	0.001971 (0.01194) [0.16511]	0.084880 (0.07959) [1.06646]	-0.351725 (0.76829) [-0.45780]
LCIR(-1)	-0.287422 (0.82335) [-0.34909]	0.382922 (0.10603) [3.61140]	-0.146206 (0.19681) [-0.74289]	0.992977 (0.12167) [8.16103]	0.043872 (0.05860) [0.74867]	0.035599 (0.01898) [1.87540]	-0.158272 (0.12658) [-1.25037]	0.473180 (1.22188) [0.38726]
LCIR(-2)	-0.242337 (0.85558) [-0.28324]	-0.314105 (0.11018) [-2.85079]	0.377183 (0.20451) [1.84432]	-0.090018 (0.12644) [-0.71197]	-0.021005 (0.06089) [-0.34495]	-0.005983 (0.01972) [-0.30331]	-0.056283 (0.13153) [-0.42789]	-0.967324 (1.26970) [-0.76185]
CICLO(-1)	0.397991 (1.40906) [0.28245]	0.209909 (0.18146) [1.15678]	0.211212 (0.33681) [0.62709]	0.166748 (0.20823) [0.80079]	0.123629 (0.10029) [1.23277]	0.062065 (0.03249) [1.91058]	0.025930 (0.21663) [0.11970]	-1.473679 (2.09109) [-0.70474]
CICLO(-2)	-0.156244 (1.38268) [-0.11300]	-0.169764 (0.17806) [-0.95340]	-0.453788 (0.33050) [-1.37302]	-0.108977 (0.20433) [-0.53334]	0.231285 (0.09841) [2.35027]	0.008596 (0.03188) [0.26965]	0.186846 (0.21257) [0.87899]	1.232980 (2.05194) [0.60089]
LIS(-1)	9.074017 (4.48045) [2.02525]	1.358064 (0.57699) [2.35369]	-0.579717 (1.07097) [-0.54130]	0.422447 (0.66211) [0.63803]	0.344664 (0.31888) [1.08085]	1.419564 (0.10329) [13.7429]	-1.058890 (0.68881) [-1.53727]	9.027948 (6.64912) [1.35777]
LIS(-2)	-7.301989 (4.39214) [-1.66251]	-1.228060 (0.56562) [-2.17117]	1.220795 (1.04986) [1.16282]	-0.218845 (0.64906) [-0.33717]	-0.363881 (0.31260) [-1.16406]	-0.414165 (0.10126) [-4.09018]	0.809827 (0.67524) [1.19933]	-10.20625 (6.51807) [-1.56584]
LRINFMI(-1)	1.094617 (0.88436) [1.23775]	0.096713 (0.11389) [0.84920]	0.178303 (0.21139) [0.84348]	0.054471 (0.13069) [0.41680]	0.006853 (0.06294) [0.10888]	-0.005669 (0.02039) [-0.27804]	1.045941 (0.13596) [7.69308]	-2.018923 (1.31242) [-1.53833]
LRINFMI(-2)	-0.013747 (0.84172) [-0.01633]	-0.124772 (0.10840) [-1.15106]	0.125120 (0.20120) [0.62187]	-0.076119 (0.12439) [-0.61195]	0.022372 (0.05991) [0.37344]	-0.012012 (0.01941) [-0.61900]	-0.205318 (0.12940) [-1.58664]	2.791276 (1.24914) [2.23456]
LVENTA(-1)	-0.126207 (0.08093)	0.010258 (0.01042)	-0.021542 (0.01934)	0.015106 (0.01196)	0.002810 (0.00576)	0.001144 (0.00187)	-0.014077 (0.01244)	0.026172 (0.12010)

		[-1.55953]	[0.98427]	[-1.11365]	[1.26311]	[0.48786]	[0.61294]	[-1.13148]	[0.21792]
LVENTA(-2)	0.012183 (0.07273) [0.16751]	0.003095 (0.00937) [0.33050]	0.014092 (0.01738) [0.81060]	0.013633 (0.01075) [1.26851]	0.002722 (0.00518) [0.52585]	0.001944 (0.00168) [1.15935]	0.004724 (0.01118) [0.42252]	0.016374 (0.10793) [0.15171]	
C	5.010093 (5.20587) [0.96239]	-0.062375 (0.67041) [-0.09304]	0.020647 (1.24437) [0.01659]	1.523838 (0.76931) [1.98078]	-0.713497 (0.37051) [-1.92571]	0.075033 (0.12002) [0.62518]	2.146584 (0.80034) [2.68210]	-9.458188 (7.72568) [-1.22425]	
DIAS	0.006399 (0.02584) [0.24769]	-0.000529 (0.00333) [-0.15892]	-0.002748 (0.00618) [-0.44493]	-0.005158 (0.00382) [-1.35105]	0.005584 (0.00184) [3.03658]	0.000160 (0.00060) [0.26832]	-0.000844 (0.00397) [-0.21252]	0.034622 (0.03834) [0.90300]	
R-squared	0.917112	0.997914	0.994231	0.974370	0.412592	0.999957	0.961015	0.420123	
Adj. R-squared	0.901279	0.997515	0.993129	0.969475	0.300390	0.999949	0.953568	0.309360	
Sum sq. resids	11.41723	0.189348	0.652337	0.249333	0.057833	0.006068	0.269848	25.14471	
S.E. equation	0.358167	0.046125	0.085613	0.052929	0.025491	0.008257	0.055064	0.531531	
F-statistic	57.92570	2504.291	902.2341	199.0326	3.677237	122737.0	129.0534	3.792984	
Log likelihood	-32.10917	187.2030	121.0248	172.4796	250.6552	371.2696	168.2494	-74.34873	
Akaike AIC	0.936620	-3.162672	-1.925697	-2.887470	-4.348695	-6.603171	-2.808400	1.726144	
Schwarz SC	1.386255	-2.713038	-1.476063	-2.437835	-3.899060	-6.153536	-2.358766	2.175779	
Mean dependent	12.14052	5.421167	13.77712	4.308733	0.002701	6.448718	9.191310	6.600615	
S.D. dependent	1.139938	0.925343	1.032829	0.302947	0.030477	1.158535	0.255538	0.639591	
Determinant Residual Covariance		6.44E-20							
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1149.485							
Akaike Information Criteria		-18.79412							
Schwarz Criteria		-15.19704							

Cuadro N° 13
Estimadores del Vector Autorregresivo para el Mecanismo Cambiario
Instrumento de Política Monetaria: Log Dinero Base

Muestra: 1991:01 2000:12
 Observaciones incluidas:112
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LINCIDE NCIA	LTCN	LDBASE	CICLO	LIPCS	LTCR	LVENTA	LRINFMI
LINCIDENCIA(-1)	0.140510 (0.10569) [1.32951]	0.004815 (0.01458) [0.33023]	-0.022639 (0.02631) [-0.86038]	0.008926 (0.00737) [1.21167]	-0.000873 (0.00246) [-0.35521]	0.004308 (0.00358) [1.20477]	0.113383 (0.16074) [0.70537]	0.024944 (0.01730) [1.44159]
LINCIDENCIA(-2)	-0.000959 (0.09913) [-0.00967]	0.011518 (0.01368) [0.84214]	-0.030194 (0.02468) [-1.22338]	0.006515 (0.00691) [0.94288]	0.001010 (0.00230) [0.43847]	-0.000148 (0.00335) [-0.04420]	0.045859 (0.15077) [0.30417]	-0.018487 (0.01623) [-1.13907]
LTCN(-1)	-0.669697 (0.89762) [-0.74608]	1.153641 (0.12385) [9.31502]	-0.091940 (0.22348) [-0.41139]	-0.141607 (0.06257) [-2.26330]	0.032946 (0.02087) [1.57886]	0.098244 (0.03037) [3.23499]	-3.060049 (1.36524) [-2.24140]	0.138704 (0.14696) [0.94381]
LTCN(-2)	-0.476633 (0.95758) [-0.49775]	-0.221419 (0.13212) [-1.67589]	-0.076396 (0.23841) [-0.32044]	0.099563 (0.06675) [1.49167]	-0.030469 (0.02226) [-1.36876]	-0.046821 (0.03240) [-1.44521]	2.907189 (1.45644) [1.99610]	0.045746 (0.15678) [0.29179]
LDBASE(-1)	-0.240488 (0.45660) [-0.52669]	0.039263 (0.06300) [0.62323]	0.780573 (0.11368) [6.86624]	0.006608 (0.03183) [0.20762]	0.001311 (0.01061) [0.12356]	0.005232 (0.01545) [0.33869]	1.521262 (0.69447) [2.19052]	-0.142468 (0.07476) [-1.90574]
LDBASE(-2)	-0.631968 (0.47024) [-1.34394]	-0.081957 (0.06488) [-1.26322]	-0.125504 (0.11708) [-1.07198]	0.027020 (0.03278) [0.82438]	-0.006881 (0.01093) [-0.62948]	-0.000905 (0.01591) [-0.05686]	-0.624779 (0.71521) [-0.87356]	0.116694 (0.07699) [1.51572]
CICLO(-1)	-0.060265 (1.40658) [-0.04284]	0.343107 (0.19407) [1.76795]	0.209004 (0.35020) [0.59681]	0.084529 (0.09804) [0.86216]	0.053037 (0.03270) [1.62200]	0.033428 (0.04759) [0.70244]	-1.245073 (2.13935) [-0.58199]	-0.079736 (0.23029) [-0.34624]
CICLO(-2)	-0.219448 (1.39466) [-0.15735]	-0.032663 (0.19243) [-0.16974]	-0.445028 (0.34724) [-1.28163]	0.173648 (0.09721) [1.78629]	0.046425 (0.03242) [1.43191]	-0.011289 (0.04719) [-0.23924]	1.590264 (2.12122) [0.74969]	0.171828 (0.22834) [0.75251]
LIPCS(-1)	7.432174 (4.42840) [1.67830]	0.508127 (0.61100) [0.83163]	1.081567 (1.10256) [0.98096]	0.683194 (0.30867) [2.21333]	1.310872 (0.10295) [12.7336]	0.147754 (0.14983) [0.98617]	3.562327 (6.73540) [0.52890]	-1.046876 (0.72504) [-1.44389]
LIPCS(-2)	-5.099483 (4.30835) [-1.18363]	-0.438047 (0.59444) [-0.73691]	-0.654490 (1.07267) [-0.61015]	-0.690868 (0.30030) [-2.30056]	-0.299029 (0.10016) [-2.98566]	-0.208818 (0.14576) [-1.43258]	-4.381936 (6.55280) [-0.66871]	0.920955 (0.70538) [1.30561]
LTCR(-1)	7.825029 (3.52826) [2.21782]	0.696506 (0.48680) [1.43077]	0.865403 (0.87845) [0.98515]	-0.013952 (0.24593) [-0.05673]	0.338241 (0.08202) [4.12385]	0.912032 (0.11937) [7.64030]	0.128031 (5.36633) [0.02386]	0.243137 (0.57766) [0.42090]
LTCR(-2)	-6.454002 (3.26719) [-1.97540]	-0.774502 (0.45078) [-1.71812]	-0.870095 (0.81345) [-1.06964]	0.069532 (0.22773) [0.30532]	-0.283727 (0.07595) [-3.73564]	-0.050964 (0.11054) [-0.46105]	-0.640508 (4.96925) [-0.12889]	-0.366755 (0.53492) [-0.68563]
LVENTA(-1)	-0.101102 (0.07899) [-1.27998]	0.012634 (0.01090) [1.15932]	-0.030720 (0.01967) [-1.56211]	0.001731 (0.00551) [0.31437]	0.001772 (0.00184) [0.96503]	0.000480 (0.00267) [0.17949]	0.047131 (0.12014) [0.39232]	-0.013905 (0.01293) [-1.07524]
LVENTA(-2)	0.006795 (0.07030) [0.09665]	0.002567 (0.00970) [0.26468]	0.007277 (0.01750) [0.41575]	0.003820 (0.00490) [0.77950]	-0.000815 (0.00163) [-0.49885]	0.003626 (0.00238) [1.52457]	0.015414 (0.10693) [0.14415]	0.004242 (0.01151) [0.36855]
LRINFMI(-1)	1.477717 (0.69418)	-0.112848 (0.09578)	-0.052737 (0.17283)	-0.030628 (0.04839)	-0.031057 (0.01614)	-0.047306 (0.02349)	-1.631829 (1.05582)	1.140380 (0.11365)

	[2.12871]	[-1.17822]	[-0.30513]	[-0.63298]	[-1.92451]	[-2.01420]	[-1.54555]	[10.0337]
LRINFMI(-2)	-0.156060 (0.72932) [-0.21398]	0.003136 (0.10063) [0.03116]	0.304232 (0.18158) [1.67546]	0.069674 (0.05084) [1.37059]	0.004687 (0.01695) [0.27644]	0.025336 (0.02467) [1.02678]	2.380573 (1.10926) [2.14610]	-0.186368 (0.11941) [-1.56079]
C	2.021471 (6.27218) [0.32229]	1.781595 (0.86539) [2.05872]	2.612709 (1.56161) [1.67308]	-1.188458 (0.43719) [-2.71841]	0.021370 (0.14581) [0.14656]	0.619076 (0.21221) [2.91733]	-9.384881 (9.53971) [-0.98377]	0.902979 (1.02691) [0.87932]
DIAS	-0.001576 (0.02502) [-0.06297]	-0.000405 (0.00345) [-0.11742]	-0.001192 (0.00623) [-0.19143]	0.005963 (0.00174) [3.41917]	0.000120 (0.00058) [0.20645]	0.001226 (0.00085) [1.44825]	0.028493 (0.03805) [0.74876]	-0.003021 (0.00410) [-0.73742]
R-squared	0.919812	0.997732	0.994168	0.445080	0.999965	0.996418	0.397024	0.956556
Adj. R-squared	0.904832	0.997308	0.993078	0.341414	0.999959	0.995748	0.284380	0.948440
Sum sq. resids	11.31326	0.215365	0.701289	0.054965	0.006114	0.012950	26.17102	0.303259
S.E. equation	0.352593	0.048648	0.087787	0.024577	0.008197	0.011929	0.536278	0.057728
F-statistic	61.40198	2354.825	912.4886	4.293390	153158.1	1488.909	3.524597	117.8624
Log likelihood	-31.20148	184.6945	120.3527	259.1216	378.8117	337.9075	-76.90941	166.0419
Akaike AIC	0.902779	-3.058616	-1.878031	-4.424250	-6.620398	-5.869862	1.741457	-2.716365
Schwarz SC	1.347222	-2.614173	-1.433588	-3.979807	-6.175955	-5.425419	2.185900	-2.271922
Mean dependent	12.11662	5.394353	13.74206	0.002395	3.683454	4.638093	6.598377	9.188311
S.D. dependent	1.142950	0.937674	1.055174	0.030284	1.272700	0.182953	0.633941	0.254232
Determinant Residual Covariance		4.44E-21						
Log Likelihood (d.f. adjusted)		1316.791						
Akaike Information Criteria		-21.51909						
Schwarz Criteria		-17.96355						

Cuadro N° 14
Estimadores del Vector Autorregresivo para la Función de Reacción del Banco Central
Instrumento de Política Monetaria: Log Dinero Base

Muestra: 1991:02 2000:12
 Observaciones incluidas:111
 Errores Estándar en () y estadísticos t en []

	LDBASE	CICLO	LIS	LTCN	LINCIDE	LVENTA	LRINFMI
	N CIA						
LDBASE(-1)	0.781238 (0.11417) [6.84289]	-0.011812 (0.03331) [-0.35457]	-0.003183 (0.01113) [-0.28604]	0.058785 (0.06432) [0.91398]	-0.150331 (0.46845) [-0.32091]	1.590101 (0.69462) [2.28916]	-0.092303 (0.07403) [-1.24692]
LDBASE(-2)	-0.122176 (0.11647) [-1.04900]	0.027689 (0.03399) [0.81471]	-0.001698 (0.01135) [-0.14954]	-0.074850 (0.06561) [-1.14076]	-0.627764 (0.47789) [-1.31361]	-0.545861 (0.70862) [-0.77032]	0.087617 (0.07552) [1.16023]
CICLO(-1)	0.263883 (0.33596) [0.78547]	0.136824 (0.09803) [1.39567]	0.076252 (0.03275) [2.32861]	0.283934 (0.18927) [1.50019]	0.192010 (1.37850) [0.13929]	-1.564423 (2.04403) [-0.76536]	-0.063219 (0.21783) [-0.29022]
CICLO(-2)	-0.410150 (0.33269) [-1.23284]	0.238917 (0.09708) [2.46101]	0.017275 (0.03243) [0.53274]	-0.132558 (0.18742) [-0.70726]	-0.291674 (1.36508) [-0.21367]	1.148724 (2.02415) [0.56751]	0.129620 (0.21571) [0.60089]
LIS(-1)	-0.097146 (1.05839) [-0.09179]	0.337621 (0.30885) [1.09317]	1.430381 (0.10316) [13.8654]	1.101149 (0.59626) [1.84676]	8.552308 (4.34280) [1.96931]	7.844860 (6.43950) [1.21824]	-1.230851 (0.68625) [-1.79358]
LIS(-2)	0.581233 (1.01714) [0.57144]	-0.367947 (0.29681) [-1.23968]	-0.440983 (0.09914) [-4.44805]	-0.985521 (0.57302) [-1.71988]	-6.467523 (4.17352) [-1.54966]	-8.675123 (6.18849) [-1.40182]	1.105276 (0.65950) [1.67592]
LTCN(-1)	0.070990 (0.21175) [0.33525]	-0.139971 (0.06179) [-2.26527]	0.080984 (0.02064) [3.92377]	1.159782 (0.11929) [9.72217]	-0.309953 (0.86885) [-0.35674]	-3.429762 (1.28834) [-2.66216]	0.220046 (0.13730) [1.60270]
LTCN(-2)	-0.273013 (0.20699) [-1.31897]	0.136009 (0.06040) [2.25176]	-0.060160 (0.02018) [-2.98185]	-0.294155 (0.11661) [-2.52254]	-0.595200 (0.84932) [-0.70079]	3.161735 (1.25937) [2.51056]	-0.046259 (0.13421) [-0.34467]
LINCIDENCIA(-1)	-0.016196 (0.02647) [-0.61181]	0.010110 (0.00772) [1.30872]	0.001113 (0.00258) [0.43131]	0.003349 (0.01491) [0.22454]	0.123694 (0.10862) [1.13876]	0.077889 (0.16106) [0.48359]	0.025580 (0.01716) [1.49030]
LINCIDENCIA(-2)	-0.036628 (0.02457) [-1.49105]	0.007177 (0.00717) [1.00118]	-0.000528 (0.00239) [-0.22067]	0.009101 (0.01384) [0.65766]	-0.007993 (0.10080) [-0.07930]	0.049620 (0.14946) [0.33199]	-0.023766 (0.01593) [-1.49209]
LVENTA(-1)	-0.026522 (0.01944) [-1.36439]	0.002882 (0.00567) [0.50811]	0.001032 (0.00189) [0.54445]	0.012906 (0.01095) [1.17852]	-0.120819 (0.07976) [-1.51474]	0.038380 (0.11827) [0.32451]	-0.012301 (0.01260) [-0.97593]
LVENTA(-2)	0.009044 (0.01742) [0.51917]	0.002875 (0.00508) [0.56563]	0.001905 (0.00170) [1.12194]	0.006366 (0.00981) [0.64862]	0.016788 (0.07148) [0.23487]	0.028968 (0.10599) [0.27331]	0.006121 (0.01130) [0.54191]
LRINFMI(-1)	0.114874 (0.18437) [0.62308]	-0.018646 (0.05380) [-0.34658]	-0.031704 (0.01797) [-1.76422]	-0.062671 (0.10387) [-0.60339]	1.445234 (0.75649) [1.91044]	-1.936060 (1.12173) [-1.72596]	1.201733 (0.11954) [10.0528]
LRINFMI(-2)	0.098409 (0.19531) [0.50387]	0.035842 (0.05699) [0.62891]	-0.000427 (0.01904) [-0.02242]	-0.014937 (0.11003) [-0.13575]	-0.124488 (0.80138) [-0.15534]	2.892719 (1.18828) [2.43436]	-0.261731 (0.12663) [-2.06682]
C	1.539800 (0.72653)	-0.531062 (0.21201)	0.299662 (0.07081)	0.624431 (0.40930)	1.183870 (2.98108)	-12.62013 (4.42035)	0.573962 (0.47107)

	[2.11940]	[-2.50494]	[4.23163]	[1.52561]	[0.39713]	[-2.85501]	[1.21841]
DIAS	-0.001884 (0.00622) [-0.30301]	0.005719 (0.00181) [3.15196]	0.000317 (0.00061) [0.52282]	9.19E-05 (0.00350) [0.02623]	0.003888 (0.02551) [0.15239]	0.032911 (0.03783) [0.86997]	-0.001897 (0.00403) [-0.47052]
R-squared	0.993948	0.408166	0.999954	0.997607	0.916358	0.415821	0.958437
Adj. R-squared	0.992951	0.310611	0.999947	0.997213	0.902571	0.319528	0.951586
Sum sq. resids	0.684300	0.058269	0.006501	0.217182	11.52102	25.33125	0.287687
S.E. equation	0.086717	0.025305	0.008452	0.048853	0.355815	0.527603	0.056226
F-statistic	996.3915	4.183957	132758.5	2529.278	66.46500	4.318276	139.8976
Log likelihood	118.4656	250.2536	367.5838	179.8654	-32.59335	-74.74414	164.8246
Akaike AIC	-1.915245	-4.378572	-6.571659	-3.062905	0.908287	1.696152	-2.781768
Schwarz SC	-1.515570	-3.978897	-6.171984	-2.663230	1.307962	2.095828	-2.382092
Mean dependent	13.77712	0.002701	6.448718	5.421167	12.14052	6.600615	9.191310
S.D. dependent	1.032829	0.030477	1.158535	0.925343	1.139938	0.639591	0.255538
Determinant Residual Covariance		4.52E-17					
Log Likelihood (d.f. adjusted)		950.6751					
Akaike Information Criteria		-15.67617					
Schwarz Criteria		-12.87844					