

POLITICA MONETARIA Y MOVILIDAD DE CAPITALES EN COLOMBIA

Javier Fernández y Ricardo Candelo

I. INTRODUCCION

La determinación de la capacidad con que cuenta la autoridad monetaria para adelantar una política independiente, en circunstancias donde el mercado interno está vinculado con el mercado internacional de capitales, reviste gran interés. De esa capacidad dependerá, en alguna medida, la viabilidad de una política de reactivación económica con base en un manejo monetario expansionista, tal como el que ha sido recomendado recientemente para Colombia por FEDESARROLLO y algunos otros analistas económicos.

El tema ha sido tratado con bastante frecuencia en Colombia, pero la mayor parte de las veces en forma más bien intuitiva y poco sistemática. Y las conclusiones distan de ser claras. Hay quienes piensan que la movilidad internacional de capitales es tal que cualquier política dirigida a bajar la tasa de interés doméstica verá frustrados sus esfuerzos si intenta reducirla por debajo de la tasa de interés internacional, ajustada por expectativas de devaluación. En su concepto, una expansión del crédito neto del Banco de la República, tal como ocurriría si se combina un déficit fiscal con una política de estímulos crediticios al sector privado, inducirá una fuga de capitales y por ende una pérdida de reservas internacionales, más que una rebaja en la tasa de interés. Otros se inclinan a pensar que el control de cambios separa suficientemente los mercados doméstico e internacional de capitales, y que no es necesario preocuparse de los flujos internacionales de capital cuanto se trata de definir el manejo de los instrumentos de política monetaria. La proposición trivial de que la verdad probablemente estará entre ambos extremos no ayuda mucho para la toma de las decisiones pertinentes.

La lectura de un artículo de Lorenzo Bini (2), del staff del Fondo Monetario Internacional, sugirió a los autores que el asunto podría clarificarse en Colombia mediante la utilización de un modelo de equilibrio en el mercado de activos similar al empleado por Bini para Malasia. Aunque el examen posterior del problema llevó a introducir modificaciones sustanciales en el modelo de Bini para adecuarlo a la situación colombiana (y tam-

bién para superar lo que consideramos como deficiencias en la versión original), la estructura general del modelo sigue correspondiendo a la del utilizado por Bini.

En la sección siguiente se presenta un modelo teórico para caracterizar el equilibrio en el mercado de activos, y se muestra como se deriva un "coeficiente de compensación" de la política crediticia del banco central. En la sección III se definen las variables desde el punto de vista estadístico y se presentan los resultados del análisis econométrico. Las dos últimas secciones contienen las conclusiones del estudio y algunos comentarios sobre sus implicaciones para la política económica. En el apéndice se presentan las series estadísticas utilizadas.

II. EL MODELO FORMAL

A. Demanda de activos reales por parte del sector privado.

Se supone que el sector privado demanda tres tipos de activos reales: dinero, activos externos y otros activos. La demanda de cada uno de ellos tiene en el modelo las siguientes características:

i) Demanda de dinero real.

De acuerdo con la teoría económica, el nivel de saldos líquidos reales que el sector privado desea mantener es función directa del ingreso real y de la riqueza, e inversa del costo de oportunidad de mantener saldos ociosos, frente a la alternativa de mantener activos domésticos o extranjeros que tengan un rendimiento. Formalmente:

$$(1) \quad m_t^d = f(r_t, i_t, \bar{\pi}_t, y_t, w_t)$$

donde:

m_t^d = nivel deseado de saldos líquidos reales.

r_t = tasa de interés nominal doméstica.

i_t = tasa de interés nominal externa (sobre activos nominados en divisas).

$\bar{\pi}_t$ = tasa esperada de devaluación de la moneda doméstica.

y_t = ingreso real.

w_t = riqueza real.

El sub-índice t se refiere al período de tiempo.