

## CREDITO, DINERO E INFLACIÓN EN LA ESTRATEGIA DE REACTIVACIÓN DEL PLAN DE DESARROLLO\*

Eduardo Lora T. \*\*

La "Estrategia Global del Plan de Desarrollo" dada a conocer recientemente por el Gobierno en un artículo del mismo nombre elaborado por el Departamento Nacional de Planeación<sup>1</sup>, señala una serie de instrumentos para lograr la reactivación económica y en los cuales se descubre una marcada preocupación por el manejo de los agregados financieros y monetarios en el corto plazo. Dentro de un marco de estabilidad monetaria que se constituye en la piedra angular de la estrategia se propende por la sustitución del déficit fiscal por crédito al sector privado y por aumentos en el ahorro y disminución de las tasas de Interés. En otro documento<sup>2</sup> publicado paralelamente con el primero, Planeación expone los fundamentos teóricos que han servido de base para la formulación de dichas políticas.

Es nuestro interés discutir algunos de los supuestos implícitos en la concepción teórica de la estrategia a la luz de algunas experiencias recientes del mercado financiero, *en* particular la escasa respuesta del crédito a pesar de la liberación de cuantiosos recursos que se encontraban congelados por el encaje marginal y la inflexibilidad a la baja de las tasas de interés, a pesar de la disponibilidad

---

\*Ponencia presentada al Ciclo de Conferencias sobre la política Económica y Social del Gobierno de Belisario Betancur, CIDSE-UNIVALLE, abril 1983. Los comentarios de Alberto Corchuelo fueron de invaluable ayuda.

\*\*Profesor del Depto. de Economía de universidad del valle.

1/ DNP, Estrategia global del plan de Desarrollo, Febrero/83.

2/ DNP, Fundamentos de la política Macroeconómica, Febrero/83

de recursos excedentes, Esta discusión nos permitirá señalar algunas de las limitaciones de las políticas propuestas para reactivar la economía y sugerir otras alternativas.

A partir de un modelo econométrico simultáneo de oferta y demanda, Planeación considera que,

1. A corto plazo el crecimiento de los precios se explica principalmente por las expectativas de Inflación.
2. A largo plazo la inflación es determinada por la expansión de los medios de pago.
3. Los niveles de producción e Ingreso de la economía están determinados por el desenvolvimiento de la oferta, que en el corto plazo resulta explicado por la diferencia entre la inflación actual y la esperada, y por los Incrementos en la financiación real de la economía y
4. En el largo plazo para explicar el crecimiento de la economía adquieren mayor importancia elementos tendenciales y los errores de las expectativas de Inflación sobre la financiación real.

Con base en estos elementos Planeación recomienda una política de control de expectativas de inflación y control a la expansión de los medios de pago con ampliación del crédito al sector privado y la consecuente disminución del déficit fiscal para mantener estabilidad monetaria.

El modelo teórico utilizado no es sin embargo muy consistente con el diagnóstico de la coyuntura actual, toda vez que el ritmo de, actividad económica se hace depender exclusivamente de elementos de oferta, y no de demanda agregada, a cuya estrechez debe necesariamente atribuirse la recesión. Los factores que explican el comportamiento del producto son como ya se dijo, los errores de las expectativas y el financiamiento real. La introducción del primero, típico de concepciones puramente neoclásicas, implica aceptar que el desempleo o sobre empleo solo es posible cuando las expectativas de Inflación no se ajustan a lo que ésta realmente es. Es un lugar común que la actual recesión se ha presentado en una situación de afianzamiento de las expectativas inflacionarias, lo que no correspondería a los postulados del modelo. Por su parte, el crecimiento de la financiación real, cuya

influencia en el crecimiento del producto es de mayor importancia en el corto plazo, debe ser considerado como independiente de éste para asegurar la validez del ejercicio. Este supuesto, sin embargo, puede ser cuestionado sobre la base de que la financiación real depende de las expectativas de demanda de producto, que en equilibrio deben ser consistentes con los niveles de oferta y demanda agregada.<sup>3</sup> Conviene detenernos brevemente en este punto antes de hacer otras observaciones sobre los postulados teóricos restantes.

Las expectativas de demanda que son relevantes para determinar el monto de crédito que se utilice en ausencia de restricciones crediticias son las de los productores y los Intermediarios financieros conjuntamente. Las de estos últimos intervienen en cuanto que afectan la percepción que se tenga del riesgo de concesión de crédito especialmente cuando la capacidad de endeudamiento de las empresas, determinada en relación con sus activos es ya reducido. Como es conocido, la preferencia por el endeudamiento sobre la financiación con recursos propios fue manifiesta en los últimos años al punto de colocar a numerosas empresas, incluso antes de iniciarse la recesión, por encima de los límites convencionalmente aceptados por la relación de endeudamiento. Si a ello se suma el hecho de que al sobrevivir la recesión las empresas deben aumentar su financiación para cumplir compromisos ya adquiridos que no pueden cubrirse con los flujos regulares de caja, se entiende que el otorgamiento de créditos adicionales pasa a depender casi exclusivamente de las expectativas de recuperación de la demanda. Un desajuste entre las expectativas de los intermediarios y los productores sobre la demanda crea desequilibrios en el mercado que deben resolverse mediante ajustes en las tasas de interés o mediante racionamiento del crédito. Cuando se trata de un desajuste para un proyecto específico la solución es normalmente el racionamiento: el intermediario financiero considera que el solicitante no ofrece garantías

---

3/ Vease CASAROSA, C. "The Micro foundations of Keynes' Aggregate Supply and Expected Demand Analysis", *Economic Journal*, Marzo 1981

y no concede el crédito, A nivel agregado es más factible que operen tanto el racionamiento como el ajuste del precio del crédito.

Cuando los intermediarios financieros cuentan con otras posibilidades de utilización de los recursos que a su juicio ofrecen mayores garantías, el resultado es un racionamiento, sin que necesariamente bajen las tasas de interés. En meses pasados cuando se liberaron cuantiosos recursos del encaje marginal los bancos prefirieron comprar títulos del Gobierno o del Banco Central. En respuesta a este comportamiento, se suspendieron las colocaciones de los Títulos de Participación y los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, eliminándose virtualmente las operaciones de mercado abierto. Finalmente llegó a producirse una baja de tres puntos en las tasas de Interés activas y pasivas de los bancos pero sin que ello implicara una política más agresiva de colocación de recursos por parte de los bancos.

No Intentaremos aquí discutir las razones que pueden explicar la resistencia a la baja de las tasas de interés y que pueden tener que ver tanto con la sensibilidad de la oferta y demanda de recursos como con la estructura oligopolica del mercado financiero que como en cualquier otro mercado oligopolico previene los movimientos de precios, siendo estos fijados por algunos agentes que toman el papel de líderes habida cuenta de las reacciones esperadas por parte de los demás agentes.

Cualquiera que sea el caso, es claro que la tasa de interés no está jugando el papel regulador del mercado y que al menos en las circunstancias actuales, la magnitud del crédito otorgado al sector privado ha sido determinada principalmente por los intermediarios financieros y no exógenamente por la política monetaria.

Esto nos lleva a discutir la validez de otro supuesto implícito en la concepción teórica de Planeación, a saber, la exogeneidad del crecimiento de los medios nominales de pago. Este punto recibe una atención central en la controversia entre keynesianos y monetaristas, pues de él depende la posibilidad de aplicar políticas monetarias, tal como la que recomienda la "Estrategia Global del Plan de Desarrollo",

consiste en mantener una tasa de crecimiento de los medios de pago compatible con una tasa de crecimiento real de la economía y reducción gradual de la inflación,

En Colombia esta discusión se ha orientado más hacia el análisis del comportamiento de la base monetaria que de la totalidad de los medios de pago. En una economía con tasas de cambio que son fijadas por la autoridad monetaria los cambios en reservas se manifiestan en la base monetaria. Para mantener el crecimiento en la base dentro de los límites deseados se requiere que los demás componentes jueguen un papel a comodante, lo que es posible sólo parcialmente pues existen presiones sociales y políticas por parte del gobierno y el sector privado que dificultan modificar sustancialmente los montos de crédito primario a ellos otorgados. Resulta así que aunque algunos sectores se vean perjudicados por las asignaciones que debe mantenerse hacia otros, el acomodamiento no logra ser total. La consecuencia es un compromiso entre los fenómenos de congestión o "crowding-out" en el seno del Banco Central y crecimiento diferente al deseado de la base monetaria. Pero *el* hecho de que la base monetaria no esté enteramente bajo el control no es razón suficiente para concluir que tampoco lo están los medios de pago. En efecto, cuando se analizan las tasas de crecimiento de los medios de pago y la base monetaria desde 1970 se encuentra que las primeras son en promedio no sólo menores sino también más estables que las de la base monetaria. En este período los medios de pago crecieron a una tasa próxima al 24% con una desviación típica inferior al 6%, en tanto que la base lo hizo a una tasa cercana al 28% con una variabilidad 50% mayor. Sí la estabilidad se toma como síntoma de mayor control ya que de hecho este es el objetivo explícito de las políticas de control monetario, puede pensarse que existe considerablemente mayor autonomía en el manejo de los medios de pago que de la base, así éste no sea total.

No obstante, cualquiera que sea la posición que han adoptado las partes en esta controversia, sus argumentos llevan implícito el que existen fuerzas permanentes que presionan por el aumento de los medios de pago, aunque es probable que esta tendencia sea más manifiesta en cuanto hace a la base monetaria, pues el banco central suele con-

ceder recursos en condiciones favorables y por los compromisos adquiridos por el gobierno a que debe responder. Es bien conocido que en años recientes de extrema restricción monetaria los Intermediarios, mediante innovaciones financieras, burlaron algunas medidas restando efectividad al control monetario. Ha llegado a afirmarse que el sector financiero tiene una tendencia inherente a "erosionar la barrera entre dinero y otros activos" y que dada la existencia de fuertes incentivos para evadir controles, toda regulación está sujeta al desgaste, de suerte que el efectivo control monetario Solo puede mantenerse mediante la renovación permanente de las regulaciones.<sup>4</sup> Podría esperarse que, si ésta es la situación cuando hay controles y restricciones, los intentos de la autoridad monetaria por expandir los canales de crédito encontrarán Inmediata respuesta y fueran secundados por los intermediarios financieros. Este, sin embargo, no ha sido el caso, y a pesar de la existencia de reservas excesivas entre los bancos, el crédito secundario no se ha Incrementado sustancialmente como lo deseaba la Junta Monetaria. En algunos medios este fenómeno ha sido Interpretado como sintomático de la existencia de una "trampa de liquidez"<sup>5</sup> lo que de paso explicaría la rigidez de la tasa de interes. Esta interpretación no parece muy acertada dada la tendencia del público a mantener reducidos saldos reales de caja como resultado del afianzamiento de las expectativas de inflación y ante la Inexistencia de tendencias al alza de las tasas de ínteres.<sup>6</sup>

La descomposición del crecimiento de los medios de pago según su origen puede ser útil para discutir el tipo de endogeneidad en situaciones de déficit cambiario con recesión, Si el déficit fiscal que genera expansión primarla se define, como lo ha hecho Ocampo en un trabajo reciente,<sup>7</sup> como

---

4/ MAYER, Thomas. "Financial Innovation-The Conflict Between Micro and Macro Optimality", American Economic Review, mayo 1982, p. 32.

5/ FEDESARROLLO, Coyuntura Económica, abril 1983 (citado en El tiempo marzo 28, 1983).

6/ La demanda de reservas por parte de los bancos es demanda de base, no de medios de pago, y por tanto es erróneo tomarla como evidencia de trampa de la liquidez.

endeudamiento público externo en pesos (Eg.t) más utilidades por compraventa de divisas (U) , más crédito primario al gobierno (Cg) ,

$$D_{fp} = E_{g.t} + U + C_g$$

el crecimiento de la base monetaria es entonces igual a dicho déficit fiscal; más el valor en pesos del balance en cuenta corriente (Bcc.t) más el crédito primario otorgado al sector privado (Cp) más el valor en pesos del endeudamiento privado externo (Ep.t),

$$\Delta B = D_{fp} + BCC.T + C_p + E_p.T$$

El crédito primario al sector privado puede descomponerse en crédito neto al sector no bancario  $C_{pa}$  y crédito neto a los bancos CNB. Este último resulta de cambios en el crédito concedido por el banco de la república a los bancos, como son las operaciones de redescuento, y de cambios en los pasivos no monetarios con los bancos, como son diferentes tipos de inversión ferrosa y voluntaria que estos hacen en el banco de la república.

De forma muy simplificada pueden establecerse los cambios en el balance de recursos monetarios de los bancos como, <sup>8/</sup>

$$C_{NB} + \Delta D_c = F + \Delta R$$

---

7/ OCAMPO, J. A., El sector Externo y la política macroeconómica, ponencia presentada al taller de política monetaria, U. de los Andes, noviembre de 1982.

8/Se trata de una simplificación puesto que los bancos se financian con otras fuentes de recursos y tienen unidad de caja lo que hace indistinguible en la práctica F de otras colocaciones. Debe también observarse que R incluye reservas efectivas constituidas sobre depósitos diferentes a cuenta corriente.

donde el crédito neto del Banco de la República y los depósitos en cuenta corriente son fuentes de recursos que se destinan a préstamos al sector no bancario y a constituir reservas, R.

La expansión secundaria  $C_s$  generada por los bancos en un período es la diferencia entre los cambios en depósitos y en reservas constituidas,

$$C_s = \Delta D_c - \Delta R$$

o, alternativamente, entre la financiación neta nueva concedida por los bancos y la recibida por ellos de origen primario,

$$C_s = F - C_{NB}$$

Conjugando estas expresiones con las tradicionales definiciones de los medios de pago (en diferencias)

$$\Delta M = \Delta E + \Delta D_c$$

Y de la base monetaria

$$\Delta B = \Delta R + \Delta E$$

se concluye que los aumentos en la cantidad de dinero ( $\Delta M$ ) equivalen a la suma de la financiación externa privada, el crédito primario al sector privado no bancario, el déficit fiscal financiado con emisión primaria, el saldo en pesos de la balanza comercial y el financiamiento secundario concedido por los bancos comerciales,

$$\Delta M = E_{p.t} + C_{PA} + D_{fp} + B_{cc.t} + F$$

Esta expresión puede ser presentada de otras formas alternativas para señalar algunos puntos de interés. De un lado, el crecimiento de los medios de pago equivale a las expansiones de la base más el crédito secundario, lo que, por supuesto, no es sorprendente,

$$\Delta M = \Delta B + C_s$$

pero pone en evidencia que bien pueden presentarse pugnas de los diferentes sectores por apropiarse del margen primario ( $\Delta B$ ) sin que ello necesariamente implique estrechez financiera para la totalidad del crédito, aunque por supuesto pueden ocurrir estrecheces en sectores específicos cuya oferta de recursos crediticios es particularmente dependiente del Banco Central. Es bien factible que cuando se presenta cambios en los componentes exógenos de la base monetaria, en particular de balance en cuenta corriente, se presenten desajustes en la distribución del crédito primario a los diferentes sectores, pudiendo crearse circunstancias que alienten alzas de precios o bajas en la producción de sectores específicos. Si existen rigideces a la baja de precios, u obstáculos en los mercados financieros o de recursos, tales desajustes pueden dar origen o acentuar la Inflación o el desempleo de recursos, Debido a la existencia de estas rigideces en economías como la colombiana, es de gran importancia en el manejo de la política monetaria y financiera asegurar estabilidad y continuidad en los flujos de crédito a los diferentes sectores y no sólo en el total. Este es un punto que se acepta sin dificultad y se menciona con frecuencia pero que a menudo se sacrifica en la práctica en favor de políticas de carácter agregado. De este manejo han sido víctimas en diferentes ocasiones la construcción, el sector exportador, el sector productor de bienes de consumo durable y el comercio, entre otros, lo que a la postre ha resultado en cuellos de botella en la producción o estancamiento de demanda cuya posterior remoción no es fácil de lograr, como las actuales circunstancias lo están demostrando.

La última expresión también permite señalar que la adquisición de pasivos no monetarios del Banco de la República por parte de los bancos no altera los medios de pago pues aunque aumenta la expansión secundaria (al disminuir el crédito\_ neto con el Banco de la República) reduce en idéntica cuantía la base monetaria. Esta práctica, por lo tanto, permite a los bancos neutralizar los propósitos expansionistas de la autoridad monetaria, como en efecto lo estaban haciendo en meses recientes, lo que indujo a que prácticamente se eliminaran las operaciones de mercado abierto.

Alternativamente, reagrupando los componentes que constituyen financiación para el sector privado, se tiene que el aumento en los medios de pago equivale al crédito al sector privado,  $L_p$ , déficit fiscal financiado con expansión monetaria, y saldo de la balanza comercial,<sup>9</sup>

$$\Delta M = L_p + D_{fp} + B_{cc.t}$$

El control sobre los medios de pago puede lograrse sí se tiene absoluta autonomía sobre al menos uno de sus componentes de origen. En la práctica este requisito es difícil de cumplir y debe actuarse con un conjunto de herramientas que afectan solo dentro de ciertos márgenes a cada uno de los componentes. Entre ellas se incluyen controles administrativos o de precios a los movimientos internacionales de capitales o mercancías y cambios en el gasto público además de los instrumentos tradicionales de manejo monetario.

En la actual coyuntura, el gobierno parece haber reconocido que el grado de discrecionalidad que se dispone sobre el resultado de la balanza comercial es muy reducido y que, en el mejor de los casos, solo podría obtenerse produciendo alteraciones muy severas en la tasa de cambio y aplicando otras medidas cuyo efecto sería, a lo sumo, muy pasaje-

---

9/ Como esta expresión deja en claro, suponer que todo  $C_s$  es recibido por el sector privado no es esencial a la argumentación ya que  $L_p$  puede ser tomado neto de financiación secundaria al sector público y  $D_{fp}$  como déficit fiscal cubierto con expansión primaria y secundaria.

Así, el gobierno ha considerado que "la crisis por la que atraviesa la economía mundial desde 1980, ha puesto de presente la gran vulnerabilidad que implica para los países no industrializados la excesiva dependencia de las fuentes de demanda externa. Por consiguiente la actual administración se ha empeñado en reactivar la demanda interna"<sup>10</sup> para compensar la reducción en las fuentes de demanda externa. En cuanto hace al manejo de las variables monetarias, esto nos deja con solo dos posibilidades para conseguir el incremento deseado de los medios de pago, a saber, el manejo del déficit fiscal financiado con recursos monetarios (tanto primarios como secundarios), y la modificación de los montos de financiamiento neto otorgado al sector privado.

Resulta, sin embargo, que el gobierno también ha renunciado al manejo del déficit fiscal para compensar el efecto contraccionista del déficit corriente con el exterior. Cabe preguntarse, qué razones, a su turno, ha tenido para adoptar esta posición? El argumento más utilizado con alguna relevancia para fines macroeconómicos consiste en establecer una relación de causalidad entre el déficit fiscal y las tasas de interés a través de la presión que se ejerce en el mercado de recursos. Como es natural, esta posición es consistente con el diagnóstico que se hace de los actuales niveles de las tasas de interés, de las cuales en parte se responsabiliza a los elevados déficits de periodos recientes. Valga anotar dos puntos, que no por obvios pueden pasarse por alto. De un lado, aún si éste hubiera sido el caso en épocas de superávit cambiario, el mismo argumento perdería validez en situación de déficit. De otro, no fue la situación deficitaria del gasto público en sí misma la que condujo a que se elevaran las tasas de interés, sino la forma como tal situación se combinó con el manejo de los instrumentos de control monetario. Como es bien conocido, las tasas de interés se elevaron durante el ciclo expansivo reciente a consecuencia, primero, de la liberación financiera, luego de la colocación de papeles oficiales con rendimientos superiores a los vigentes para alternativas similares en el mercado lo que se conoció con el nombre "Síndrome de papel estrella", y finalmente, hasta desembocar en la crisis financiera, por las presiones de los

---

10/ BANCO DE LA REPUBLICA, Notas Editoriales, diciembre 1982, p. 4.

grupos económicos para obtener el control de ciertas empresas utilizando recursos de liquidez del público. Podría argumentarse que el "síndrome del papel estrella" era consecuencia Inevitable de una situación de exceso de gasto en que se carecía de formas alternativas de obtención de recursos, pero esto pasaría por alto el hecho de que en realidad se estaba acudiendo al expediente de tratar de contraer en el mercado secundario la expansión que se producía por fuentes primarias y que el mismo efecto neto en términos de financiación al sector privado y al gobierno podría lograrse directamente en las fuentes primarias sin necesidad de producir el escalonamiento de tasas de interés.

A este elemento del diagnóstico se suma otro, que ha sido también muy debatido, según el cual la renuncia al manejo expansionario del déficit público se debe también a que se considera que la actual situación recesiva obedece en parte a des estímulos por el lado de la oferta agregada, en cuya presencia el aumento del gasto público generaría presiones Inflacionarias. Esto nos lleva al manejo del componente restante de la expansión monetaria, a saber, el financiamiento neto nuevo al sector privado.

El Gobierno ha cifrado en la expansión del crédito privado el manejo de los agregados monetarios, pero las cifras revelan que su éxito ha sido limitado. A marzo 4 el crecimiento de los medios de pago en año completo alcanzaba apenas el 18.3%, Implicando una disminución real de tres y medio puntos y siendo la tasa nominal más baja de crecimiento en los últimos cuatro años.<sup>11</sup> En épocas pasadas, el lento ritmo de crecimiento de los medios de pago era compensado por el más acelerado de los cuasi dineros lo que, de un lado respondía a la sustitución de dinero por cuasi dineros como alternativas de liquidez del público y, de otro, ampliaba las fuentes de crédito ante las limitaciones del crédito secundario. En meses recientes, sin embargo, los cuasi dineros han perdido su dinamismo. A diciembre 31 pasado, por primera vez en muchos años los cuasi dineros crecieron a una tasa Inferior a la de los medios de pago, perdiendo ligeramente participación en el total de la ofer-

---

11/ El Tiempo, marzo 25, 1983.

ta monetaria, amplia. No hay duda de que la crisis financiera fue causa del lento crecimiento de los cuasi dineros a fin de año, pero, independientemente de la causa, la estrechez de crédito generado con base en los cuasi dineros debería haber presionado sustancialmente y estar presionando aún el mercado secundario lo que, en efecto, no sucedió.

A fines del mes de marzo la Junta Monetaria expidió una serie de medidas creando condiciones más atractivas para utilizar las disponibilidades crediticias con miras a expandir la liquidez en cerca de \$ 24.000 millones, lo que, de hecho, seguía demostrando estancamiento del crédito y la eventual imposibilidad de mantener el crecimiento de los medios de pago en los niveles deseados.

Debe resultar claro, entonces, que al haberse renunciado al manejo, o no existir discrecionalidad sobre el resultado monetario de las operaciones cambiarias corrientes y del déficit público, las autoridades monetarias no han contado con autonomía total sobre el manejo de los agregados monetarios. En consecuencia el supuesto de exogeneidad de los medios de pago implícito en las formulaciones teóricas y las proposiciones de política de Planeación resulta discutible.

Dentro de un enfoque keynesiano la variable monetaria sobre la que debe actuarse no es la cantidad de dinero sino la tasa de Interés, ya que a través de ella se afectan las componentes reales de la demanda agregada, Por lo tanto, no tener el total control sobre los medios de pago no sería grave si existieran mecanismos económicos y administrativos para modificar las tasas de Interés. Pero, por supuesto, esta no es la concepción teórica que inspira la "Estrategia...", en la cual la cantidad de dinero es la variable que determina la Inflación en el largo plazo, y tanto la Inflación como el volumen del crédito las que afectan la oferta de producto.

Como hemos visto, el gobierno ha perdido la discrecional del manejo de la cantidad de dinero y la razón es, simplemente, porque, preocupado por problemas de oferta que tendrían relevancia solo en el largo plazo, ha renunciado al control de la demanda agregada.

Pueden aceptarse las razones que el Gobierno y los analistas han dado para no asignar demasiada importancia a la recupera-

ción de la demanda agregada, aunque sin descartar el uso de mecanismos de estímulo y control administrativo (como las propuestas por Fedesarrollo en la última entrega de *Coyuntura*). Puede Incluso encontrarse razón en que el gobierno no debe embarcarse en compromisos de gasto que a la postre adquieran el carácter de permanentes y que pueden comprometer eventualmente la estabilidad económica y la eficiencia productiva. Podría, por fin, llegarse a conciliar con la tesis de que la ejecución de otros programas de gasto público que no tengan estas deficiencias requiere de un lento proceso de diseño e instrumentación. Con todo, semejante posición no implicaría aun abandonarse a los males de la recesión.

Hace algunos años, Eduardo Sarmiento mencionaba que por la alta valoración que a nivel privado se concede al consumo de bienes duraderos las altas tasas de Interés no reducen la demanda de crédito con este destino. En las circunstancias en las que escribía Sarmiento, este se consideraba causa de "series traumáticas en la actividad económica y el proceso de acumulación de capital".<sup>12</sup> En la actualidad, sin embargo, la existencia de esta demanda potencial puede ser convertida en fuente de demanda mediante mecanismos de crédito.

Discutimos atrás que en una situación recesiva existen restricciones de demanda de crédito y racionamientos del crédito productivo debido a la existencia de bajas expectativas de demanda. En esta situación, los intentos del gobierno de generar expansión monetaria resultan frustrados. Esto es válido incluso si, como lo ha afirmado el señor Ministro de Hacienda, la recesión ha sido causada por el debilitamiento del aparato productivo, el estancamiento de la inversión y la desviación del ahorro,<sup>13</sup> ya que una vez producida la recesión gradualmente las expectativas de demanda se contraen hasta ajustarse al nivel de producción e ingresos existentes.

---

12/ SARMIENTO, E., "Interpretación de la política monetaria en la década de los setenta", en Inflación, Producción y Comercio Internacional, pp. 11-55.

13/ El Espectador, marzo 20, 1983, p. 27.

El Gobierno ha hecho énfasis en su determinación de ampliar el crédito al sector privado, pero esencialmente el destinado a actividades productivas, pues se cree que otro tipo de crédito es necesariamente Inflacionario en último término. Esta política, que como hemos señalado, solo es efectiva cuando existen elevadas expectativas de demanda, ha llegado a ser tan aceptada que el gerente de uno de los mayores bancos afirmaba con orgullo hace unos días que no estaba dispuesto a extender crédito a otras actividades, e Invitaba a tomar "conciencia para que toda la banca oriente sus recursos hacia la producción efectiva".<sup>14</sup> Este exceso de "cautela es contraria al interés común", como lo ha dicho Rudolph Hommes,<sup>15</sup> y además claramente pro cíclica, como lo es también en épocas de auge económico la tendencia a "erosionar la frontera entre dineros y cuasi dineros".

Sería conveniente que el Gobierno evitara tomar la misma posición. Fedesarrollo ha propuesto que para estimular a los bancos se concedan mayores márgenes y menores tasas de redescuento, Hommes, más radical, sugiere que los recursos excedentes de los bancos se transfieran al Gobierno a través de Inversiones forzosas, Sin embargo, hasta el momento los intentos que se han hecho por ampliar el crédito para consumo han sido muy limitados a pesar de que el mercado de automóviles, electrodomésticos y otros artículos de consumo duradero ofrece un considerable potencial de demanda que podría orientarse hacia la producción nacional con el concurso de severos controles al contrabando y des estímulos al mercado negro de divisas. El mismo programa de vivienda ha sido entorpecido por el hecho que se basa, en primera Instancia, no en crédito para consumo sino en crédito para producción, y las firmas no se animan a construir hasta detectar un repunte de demanda.

El aumento del crédito para consumo duradero no debe verse por supuesto como sustitutivo de otras formas de crédito y de expansión monetaria, De hecho, es de esperarse que cualquier signo de reactivación de la economía se traduzca en mayores utilizations del crédito productivo. Una vez se haya producido alguna reactivación podría empezarse a disminuir la expansión crediticia para cubrir gastos del gobierno,

---

14/ El Tiempo, marzo 31, 1983.

15/ Estrategia Económica y Financiera, N° 64, marzo/83, p. 27.

siempre y cuando tal política no produzca una nueva estrechez monetaria ya que, de seguro, sí la reactivación se logra estimulando demanda doméstica final traerá consigo un agravamiento del déficit externo. Es cierto que en condiciones de deficiente demanda el efecto multiplicador del déficit fiscal puede ser mayor que, el del crédito,<sup>16</sup> Pero, ante un aumento inicial de demanda, por pequeño que sea, se invierten los papeles a favor del crédito destinado a la producción ya que un peso de crédito debe por lo regular ser complementado con alguna cantidad de recursos propios generando así inicialmente mas de un peso de ingreso total para la comunidad aparte de los impactos multiplicativos posteriores. Con base en la elasticidad-crédito del producto en el corto plazo calculada por Planeación (0,565)<sup>17</sup> y datos de producción y crédito bancario total en 1980, puede estimarse que un peso adicional de crédito generaría aproximadamente \$1.20 de producto e Ingreso adicionales.

Este efecto expansivo inicial también podría presentarse, en el crédito por consumo especialmente si se trata de bienes duraderos, pero no en el crédito al gobierno.

El último punto que interesa discutir brevemente es la importancia que la "Estrategia" asigna al control de la inflación en el corto plazo, Planeación considera que la inflación ha producido efectos recesivos tanto sobre la demanda como sobre la oferta, los primeros asociados al deterioro de la distribución del ingreso y los segundos a las distorsiones que Introduce en los análisis costo-beneficio, en las asignaciones de recursos, en los procesos de negociación capital-trabajo y en los canales de financiamiento de las empresas.

Este diagnostico se complementa con un modelo teórico según el cual para poder aumentar el crédito real y la producción de manera estable se requiere disminuir la inflación manteniendo estable el crecimiento de los medios de pago. Se propone entonces actuar sobre las expectativas inflacionarias mediante concertación de salarios, limitación de alzas de precios monopólicos y de tarifas públicas y acuerdos de precios.

La teoría económica enseña que los principales costos y desajustes resultantes de las alzas de precios se presentan cuando tales alzas son inesperadas, es decir, cuando la inflación pasa de un nivel a otro, y no cuando la inflación es estable, aun cuando existe una intensa discusión sobre los posibles costos y beneficios en esta situación.

Las razones que la planeación arguye para combatir la inflación son en realidad, razones para no desestabilizarla. La economía ha logrado estabilizar la inflación eliminando en gran medida los efectos redistributivos perversos que afectan a los grupos más débiles en el mercado y que reaparecerían al tratar de reducirse nuevamente la inflación, pues serían aquellos que nuevamente tendrían que sacrificar su participación en el ingreso en razón de su débil poder de mercado. La estabilización del ritmo de inflación también permite que, por el lado de la oferta, se incorpore la tendencia de los precios como criterio de comparación entre la evolución de los precios de mercancías particulares y se establezcan los sistemas de negociación y contratación. Los costos de mantener una inflación estable son en gran parte costos fijos, esto es, que no dependen del ritmo sino de la existencia de la inflación y que por tanto sólo podrían ser eliminados con estabilidad absoluta del nivel de precios, objetivo ciertamente utópico.

Recientemente ha hecho carrera la tesis de que la estabilización de la inflación se ha producido con una gradual indexación de precios que resta eficiencia al sistema. No se advierte que las mercancías cuyos precios se indexan sólo pueden ser aquellas sobre las cuales existe un poder de mercado que persistiría igualmente sin inflación. Como Arrow lo ha mostrado los mercados competitivos pierden su carácter de tales cuando hay desequilibrios como sería más factible cuando la inflación es inestable;<sup>18</sup> pero su comportamiento no se altera cuando los desequilibrios desaparecen.

Este punto amerita una discusión más extensa, pero baste aquí con señalar que tratar de reducir la inflación para remover los "desestímulos de oferta" que señala la planeación puede tener efectos contraproducentes, la planeación y el gobierno han

---

18/ ARROW, K., "Toward a theory of Price adjustments", en ABROMOVITZ et, al., The allocation of Economic resources, 1959, pp, 41 ss.

mostrado un temor excesivo de acelerar la Inflación o de no disminuirla con la prontitud deseada si se estimula la demanda a través del gasto público o del crédito para bienes finales. Esta actitud puede demorar la reactivación con más graves costos sobre la distribución del Ingreso y la eficiencia de recursos.

### **A Modo de Resumen y Conclusiones**

1. Hemos señalado que las formulaciones de política de la "Estrategia" se basan en elementos teóricos cuestionables. Para que el nivel de producción en el corto plazo se pueda considerar dependiente del crédito real, éste debe determinarse con autonomía de la demanda. En situación de holgura monetaria y recesión esta condición no se cumple por que las expectativas de demanda pueden restringir las solicitudes o el otorgamiento de crédito. Si las tasas de Interés fueran perfectamente flexibles y permitieran el ajuste entre la disponibilidad y la demanda de fondos, podría obviarse esta deficiencia. Sin embargo, la estructura del mercado financiero colombiano no muestra tal flexibilidad.

2. Una política monetaria neutral, o pasiva, que se ajuste al crecimiento esperado de los precios más el crecimiento de producción, sin ser Inflacionaria ni recesiva exige que la oferta monetaria puede ser determinada exógenamente por la autoridad monetaria. Esto no implica, sin embargo, que la base lo sea absolutamente. La discrecionalidad sobre los medios de pago puede obtenerse a través de la balanza comercial, el déficit fiscal o el financiamiento al sector privado. El Gobierno parece haber renunciado al manejo de las dos primeras variables con este fin y ha intentado que sea el crédito privado el instrumento de discrecionalidad. Pero al haber acudido básicamente a la ampliación del crédito productivo, cuyo carácter es endógeno, ha perdido la autonomía buscada sobre la oferta de dinero.

3. Una mayor autonomía sobre las variables monetarias podría conseguirse estimulando el crédito de consumo en particular para bienes de consumo duradero. La mayor demanda resultaría en mayor uso del crédito productivo y en movilización de recursos adicionales propios, efecto éste que

no se consigue al financiar gasto publico.

4. Los mayores costos de la Inflación se dan cuando ésta es Inestable. Disminuir la inflación con el propósito de eliminar "desestimulo de oferta" puede ser contraproducente y acarrear nuevos costos en términos de eficiencia y distribución del ingreso. Una política más agresiva de estímulos a la demanda final apoyada en expansión monetaria y crediticia hacia el gobierno y los consumidores puede producir efectos más Inmediatos que otra destinada a estimular la oferta en ausencia de expectativas favorables de demanda.