
POLÍTICA MONETARIA, INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Nidia Reyes y José E. Gómez

Investigadora del CID y profesor de la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Adaptación de la Tesis de Magíster, "Efectos inflacionarios de la política monetaria en una economía en expansión: un análisis poskeynesiano".

Resumen

Reyes, Nidia y Gómez, José E. "Política monetaria, inflación y crecimiento económico", Cuadernos de Economía, v. XIX, n. 32, Bogotá, 2000, páginas 139-153.

Este artículo expone las dos principales visiones teóricas de la relación entre política monetaria e inflación y crecimiento económico, y hace énfasis en el enfoque poskeynesiano. También presenta un ejercicio estadístico que valida algunas de las principales hipótesis para el caso colombiano.

Abstract

Reyes, Nidia y Gómez, José E. "Monetary policy, inflation and economic growth", Cuadernos de Economía, v. XIX, n. 32, Bogotá, 2000, pages 139-153.

This article presents the two main theoretical visions of the relationship between monetary policy and inflation and economic growth, and emphasizes the Post-Keynesian approach. It also presents a statistical exercise which validates some of the major hypotheses for the case of Colombia.

En los últimos años, la preocupación por la estabilidad de precios ha generado una difundida tendencia a independizar los bancos centrales de los gobiernos, justificada en la idea de que existe una correlación positiva entre bancos centrales independientes y estabilidad de precios, la cual promueve el crecimiento económico en el largo plazo.

Quienes defienden la hipótesis de la independencia del banco central consideran que una política monetaria con objetivos claros, en particular, con el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda, se debe orientar al logro de metas de largo plazo, puesto que las políticas expansionistas de corto plazo no modifican las condiciones estructurales de la economía y, por el contrario, pueden desatar procesos inflacionarios que perjudican el desempeño económico.

No obstante, la hipótesis de la independencia del banco central está limitada por una visión teórica que supone una economía de trueque, en la que el dinero actúa como numerario y no constituye un fin en sí mismo.

Las economías modernas se deben analizar en el marco de una teoría monetaria de la producción —y no sólo de intercambio— donde las variables monetarias y reales están interrelacionadas y el crédito es el núcleo del proceso productivo, por cuanto vincula los planes de producción y su concreción, y su disponibilidad condiciona el desempeño económico.

La fijación de objetivos para los instrumentos de política monetaria, como las políticas contractivas para contener la inflación, puede obstaculizar la iniciativa privada y afectar el desempeño económico: la restricción de recursos para financiar las empresas puede presionar para elevar los precios debido a los mayores costos financieros y al aumento de los márgenes de ganancia para reducir sus cargas financieras, cuando es posible.

EL DINERO Y SU INCIDENCIA EN LOS PRECIOS

Argumentos ortodoxos

La teoría ortodoxa plantea que una economía de mercados privados y agentes descentralizados es estable, de modo que su libre funcionamiento conduce al equilibrio de pleno empleo. Así, los agentes privados pueden elegir lo que les resulta más conveniente y coordinar sus planes, logrando una asignación eficiente de los recursos. En ese marco, el papel activo del gobierno crea distorsiones porque pese a que no puede modificar esos planes, confunde a los agentes en el proceso de toma de decisiones por cuanto envía erráticas y éstos neutralizan sus efectos. Por ello, el papel activo del gobierno sólo provoca oscilaciones en torno al patrón de equilibrio, que no pueden influir en el comportamiento de la economía de manera permanente.

Desde esta perspectiva, la autonomía del banco central frente al gobierno busca evitar cualquier presión que este último pueda ejercer en el diseño de la política monetaria para alejarla de su objetivo central —la estabilidad de precios— con la adopción de políticas expansionistas que no tienen un efecto duradero sobre el comportamiento de las variables reales de la economía, como los niveles de producto y de empleo.¹ Los cambios no anticipados en la política monetaria sólo tienen impactos reales sobre la economía en el corto plazo, mientras que los mercados laboral y de productos ajustan salarios y precios a las nuevas condiciones. El dinero es neutral en el largo plazo, cumple la función de unidad de cuenta, y todo exceso de su tasa de crecimiento sobre la tasa de crecimiento del producto genera procesos inflacionarios. En este sentido, la política monetaria, expresada en tasas de interés o metas de agregados monetarios, busca una inflación baja y estable para reducir sus costos.

De acuerdo con la teoría ortodoxa, en el corto plazo, la inflación depende de la brecha entre producto efectivo y producto potencial de largo plazo, de la tasa de crecimiento del dinero y de las expectativas de inflación de los agentes. Y afirma que existe una tasa óptima de crecimiento del producto, por encima de la cual se producen presiones inflacionarias. Pero

1 B. Friedman [1995] afirma que la política monetaria sólo afecta las variables reales en el corto plazo, debido a la existencia de rigideces de precios, pero que en largo plazo esos efectos desaparecen ya que la dinámica de la economía flexibiliza los precios relevantes. Este supuesto predomina en los análisis de Lucas y, en general, en los modelos de ciclo real.

una brecha del producto nula no garantiza la estabilidad de precios, porque la credibilidad de los agentes en la política monetaria, reflejada en sus expectativas acerca del nivel de precios, determina que se logre o no dicha estabilidad. Un incremento de la tasa de crecimiento del dinero provoca un aumento de la inflación y de la producción, y la tasa de inflación aumenta menos que la tasa de crecimiento del dinero; un aumento de las expectativas de inflación lleva a que ésta se incremente y se reduzca el producto.

En el largo plazo, en cambio, la tasa de inflación depende tan sólo de la tasa de crecimiento del dinero y de las expectativas de inflación de los agentes porque la economía opera con pleno empleo. De modo que todo incremento en la tasa de crecimiento del dinero aumenta proporcionalmente la tasa de inflación. Aquí reside la importancia de las políticas monetarias puesto que las autoridades correspondientes fijan exógenamente la oferta monetaria, generalmente a través de la tasa de redescuento, las OMA y los requerimientos de reservas.

Aunque en este enfoque las políticas monetarias de largo plazo pueden ser efectivas para reducir la inflación, la transición a la estabilidad de precios tiene costos en producto porque los agentes tardan en advertir las nuevas condiciones. Por esta razón, es necesario que la autoridad monetaria no use las políticas monetarias para engañar o sorprender a los agentes privados.

La política monetaria consiste en la elección de una meta de inflación *ex ante* y en respuestas discrecionales ante choques sobre el producto. Sin embargo, algunos de esos choques aparecen después de adoptar la política: un componente aleatorio de la inflación. El mandato de estabilidad de precios no impide que el banco central tome acciones contracíclicas sino que debe tener en cuenta que su propósito es asegurar que esas acciones no provoquen sesgos inflacionarios.

Argumentos poskeynesianos

Los teóricos poskeynesianos centran su análisis en una economía monetaria de la producción, en la que el dinero además de ser numerario, vincula lo monetario con lo real mediante el financiamiento de la producción. La existencia del dinero altera la estructura y el funcionamiento de la economía porque el crecimiento económico requiere gasto deficitario neto que sólo puede financiarse con creación de crédito. En este sentido, las necesidades de financiamiento de los empresarios —aunque

también del gobierno y de los hogares— ocasionan las variaciones de la cantidad de dinero. El dinero es una respuesta del sistema financiero a los requerimientos del sistema económico. Así, la cantidad de dinero no depende de los dictados de las autoridades monetarias, ya que su función —en cuanto a la oferta monetaria— se limita a acoger políticas monetarias que ajusten la tasa de crecimiento del dinero a la demanda potencial de recursos.

Los agentes demandan crédito para iniciar el proceso productivo —adelantar los pagos a los factores productivos— bien sea para mantener el volumen de producto o realizar una inversión para ampliarlo. Una vez realizada la producción, se espera que los recursos adelantados se recuperen a través del consumo. Aunque es posible que algunas firmas obtengan una suma mayor que sus gastos iniciales, en el agregado habrá una diferencia entre el gasto adelantado y los ingresos obtenidos, debido al ahorro —financiero y a través del mercado de capitales— mediante el que una parte de los recursos gastados no retorna inmediatamente a las empresas sino que se desvía en forma de depósitos bancarios. Esto impide cancelar todas las deudas contraídas con los bancos y hace necesario establecer convenios adicionales de crédito para pagar la diferencia y mantener, al menos, el mismo volumen de producto. Aun las nuevas inversiones motivadas por las expectativas optimistas de los empresarios, ante un buen desempeño económico, requieren la ampliación del crédito.

Los banqueros proporcionan los recursos financieros motivados por el rendimiento que recibirán más adelante. Igual que los empresarios, sus expectativas son optimistas durante los auges; por eso están dispuestos a proveer crédito. Pero si las expectativas no son favorables, la tendencia se revierte; en este caso, es posible que algunas unidades productivas que deseen obtener recursos para cancelar sus deudas no reciban respaldo del sistema financiero.²

En una economía cerrada, la cantidad de dinero está determinada por las necesidades de financiamiento del sector privado, que puede satisfacer-

2 Wray [1992] hace esta distinción con los conceptos de demanda de dinero y demanda de liquidez. La primera es una demanda para adelantar los gastos de producción y la segunda, una demanda para validar deudas pendientes. Y señala que los bancos normalmente suplen los aumentos de la demanda de dinero pero que no están dispuestos a ampliar la oferta monetaria cuando aumenta la preferencia por liquidez, la cual está relacionada inversamente con las expectativas de beneficio. En general, cuando aumenta la preferencia por liquidez aumenta la tasa de interés y no la oferta monetaria.

las de dos maneras: a) el crédito bancario, cuyo límite superior es fijado por el mecanismo regulador de restricción monetaria, el cual es determinado por el banco central, y b) la autofinanciación de las empresas a través de los márgenes sobre costos, cuyo límite superior es fijado por el mecanismo regulador de la relación precio-venta.³

Si las expectativas de los empresarios son optimistas y hay restricciones al financiamiento bancario, las empresas se ven obligadas a captar recursos internos aumentando los márgenes sobre costos.⁴ El hecho fundamental es que el alza de precios no se relaciona directamente con la cantidad de dinero sino con la necesidad de las firmas de obtener recursos para pagar sus deudas y cumplir sus planes de producción. Por tanto, el financiamiento precede a la producción y el dinero no es neutral, pues su escasez obstaculiza la actividad privada, y en vez de controlar la inflación puede agudizarla. La mayor oferta monetaria no garantiza el crecimiento económico pero su contracción lleva a la recesión.

Según este enfoque, las relaciones entre tasa de crecimiento del dinero, tasa de crecimiento económico e inflación no son simétricas: el efecto de un mayor crecimiento del dinero sobre el crecimiento económico y la inflación no es directo sino más complejo. Lo que sí es claro es que una política monetaria restrictiva en épocas de auge reduce los niveles de producción y empleo.

RESULTADOS EMPÍRICOS PARA COLOMBIA

Marco general

La dinámica de la producción obedece a las expectativas de los empresarios sobre el beneficio futuro de sus decisiones de inversión. En vista de

3 En una economía abierta sin flujo de capitales, se debe incorporar el regulador de balanza comercial. Cuando ésta es superavitaria amplía la cantidad de dinero. Si hay flujos de capitales, el factor clave es el tipo de cambio. Por ejemplo, una devaluación puede tener efectos positivos sobre la balanza comercial e incentivar la inversión extranjera, mientras encarece la deuda privada y pública. El encarecimiento de la deuda pública deteriora la situación fiscal —incrementa el déficit— y provoca mayor competencia por recursos internos con el sector privado. Esto eleva la tasa de interés dado el regulador de restricción monetaria. Además, el desestímulo de la producción reduce el recaudo tributario, lo que reduce las transferencias y los contratos públicos.

4 Los mayores márgenes son posibles en el caso de productos de marca que cuentan con la fidelidad de sus clientes. No hay evidencia concluyente sobre la correlación entre el grado de monopolio y los márgenes sobre costos. Sí hay evidencia de la correlación entre márgenes y tasa de crecimiento media de la industria.

la incertidumbre del futuro y la imposibilidad de pronosticarlo —así sea en términos de probabilidad⁵— nada garantiza la reconciliación de todos los planes, de producción y de intercambio, de los agentes económicos.

Toda empresa que invierte espera obtener rendimientos mayores a los desembolsos. Pero, dada la incertidumbre, el resultado efectivo puede diferir del esperado. En este sentido, las expectativas volátiles sobre el desempeño futuro de la economía adquieren dinámica propia, pues no sólo dependen del estado corriente de las variables macroeconómicas sino que también pueden incidir sobre ellas. De modo que el equilibrio no es un atractor inmodificable de la economía en el largo plazo sino que se modifica continuamente con las expectativas, si se acepta que la inestabilidad es una característica inherente al sistema capitalista y las estructuras institucionales limitan la volatilidad de las economías.

La economía se mueve de un pasado irrevocable hacia un futuro incierto. Y, pese a que se desconoce el resultado de las acciones económicas, los agentes económicos deben partir en el proceso productivo y decidir de acuerdo con sus expectativas de precios, costos y ventas futuras. El comportamiento de las ventas es el principal indicador del estado de la economía, a partir del cual los empresarios prevén la situación futura. Si las ventas están creciendo se forman expectativas positivas que los llevan a revisar los planes de producción y a redefinir sus necesidades de financiamiento. Cuando las expectativas son optimistas, se ven motivados a endeudarse para cumplir sus planes de producción, y esto requiere un gasto deficitario neto que permita cubrir los gastos.⁶ El efecto de los planes de expansión sobre la tasa de crecimiento del crédito privado no significa un aumento inmediato de las tasas de interés, puesto que los bancos desean y pueden prestar por cuanto comparten las expectativas de los empresarios, tienen reservas para prestar y compiten por colocarlas en el mercado.

-
- 5 La reciente falla del *Long Term Credit Management Fund*, gerenciado por dos premios Nobel, es un ejemplo de error de pronósticos basados en distribuciones de probabilidad que sufren un cambio imprevisto ante una situación de mercado igualmente imprevista, la crisis de Rusia, que tuvo un leve impacto directo sobre ese fondo pero alteró el comportamiento del resto del mercado mundial.
 - 6 Esto no implica que una mayor tasa de crecimiento de la oferta monetaria siempre se relacione con una mayor tasa de crecimiento del producto, ya que hay situaciones que favorecen la especulación en los mercados financieros y de capitales, y donde la mayor demanda de recursos no fluye al sector productivo.

El modelo

El enfoque empírico para entender los móviles de la inversión consiste en relacionar⁷ la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo real —como reflejo del cambio de la inversión— y la tasa de crecimiento de las ventas reales. Con dos rezagos, estas variables están cointegradas a un nivel de significancia del 10 por ciento, y el sentido de la relación, determinado con la prueba de exogeneidad débil, es de ventas reales a formación bruta de capital. Los resultados fueron:

$$\text{TCFBKFR} = 0.05 + 3.31\text{TCVR}; R^2 = 0.4135$$

$$\text{Significancia del t-estadístico: } p_{\text{TCVR}} = 0.01; p_{\text{constante}} = 0.01$$

En un primer momento puede haber un aumento de los precios de las materias primas que sirven como insumo de la producción industrial, cuya oferta es relativamente inelástica ya que su capacidad de respuesta ante una mayor demanda es baja y su ajuste no es inmediato.

Para que la inversión sea posible, es indispensable un gasto deficitario neto que permita financiarla. Es de esperar entonces que los cambios en la inversión generen cambios en la cantidad de dinero. La regresión entre la tasa de crecimiento de la oferta ampliada real y la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo real, con dos rezagos, arroja un vector cointegrante que las relaciona a un nivel de significancia del 10 por ciento; aplicando la prueba de exogeneidad débil, la variable explicada es la tasa de crecimiento de la oferta monetaria ampliada real. Los resultados fueron:

$$\text{TCM3R} = 0.05 + 0.34 \text{TCFBKFR}^8; R^2 = 0.6787$$

$$\text{significancia del t-estadístico: } p_{\text{TCFBKFR}} = 0.00; p_{\text{constante}} = 0.00$$

Una vez ampliado el volumen de crédito, aumenta la inversión en planta y equipo nuevo con un rezago temporal, en la medida en que, a nivel agregado, luego de alcanzar el pleno uso de la capacidad productiva exis-

7 La metodología que se utilizó en ésta y las demás relaciones es la de cointegración, entendida como la presencia de una relación estable en el largo plazo entre variables que comparten un proceso de impactos aleatorios comunes a lo largo del tiempo, que sólo es posible si los cambios en las variables tienen una causa común o si una de ellas es causa de los cambios observados en la otra u otras.

8 Los resultados de la oferta monetaria ampliada real se mantienen en el caso de la oferta monetaria real (M1).

tente, los activos de capital no son suficientes para ampliar la producción. Pero la puesta en marcha de la nueva capacidad instalada tarda tiempo, así que el mayor volumen de producto sólo se obtiene algo después de hacer la inversión. De modo que en períodos de nuevas inversiones los precios se elevan porque las empresas no pueden atender de manera inmediata los aumentos de la demanda. Por su parte, el sector productor de bienes de inversión tiene una oferta determinada en cada momento por sus planes previos, de modo que mientras se adapta a las nuevas condiciones de la demanda, sus precios también se elevan en una economía cerrada; si la economía es abierta aumenta la importación de bienes de consumo mientras crece la oferta interna.

Los aumentos de los precios de las materias primas, los bienes de consumo y de capital obedecen a que la capacidad de respuesta de la oferta ante aumentos en la demanda no es inmediata. Pero las presiones sobre los precios tienden a disminuir a medida que la oferta se ajusta a la ampliación de la demanda. Por consiguiente, aunque el proceso expansivo eleve los precios, este aumento es temporal, ya que cede a medida que hay oferta adicional en cada uno de los mercados.

El crecimiento de la demanda agregada está representado por las compras de equipo nuevo, que amplían el volumen de producto para el mercado, lo que incrementa el ingreso de la economía y motivan un mayor consumo.⁹ En síntesis, algún tiempo después de la nueva inversión, hay un mayor volumen de ventas, un mayor nivel de producto y una reducción de la tasa de desempleo, lo que provoca un efecto multiplicador en la medida en que se generan más ingresos para gastar y más ingresos fiscales que refuerzan las expectativas positivas.

La fase expansiva del gasto de inversión se enfrenta, en algún momento, con el regulador de oferta monetaria, por cuanto más allá de la disponibilidad de recursos que fijan las autoridades monetarias la expansión no es posible sin afectar los planes de consumo y ahorro, y se incurre en mayores costos financieros por el aumento de las tasas de interés. La inflación y la tasa de interés nominal, con dos rezagos, están cointegradas a un nivel de significancia del 10 por ciento. En este caso, la inflación es la variable endógena y los resultados son:

9 En una economía abierta, parte de esta demanda se traduce en importación de bienes de capital que no genera mayor ingreso nacional ni mayor consumo interno.

$$\text{INF} = 12.91 + 0.32R; R^2 = 0.9692$$

significancia del t-estadístico: $p_R = 0.08$; $p_{\text{constante}} = 0.00$

En general, cuando hay restricciones monetarias, el sistema bancario se ve obligado a encontrar formas indirectas o innovaciones que aumenten la capacidad de crédito, lo que encarece la captación de recursos. Por ejemplo, el traslado de fondos depositados en cuentas corrientes (con mayores exigencias de encaje) a cuentas de ahorro o certificados de depósito a término (con menores exigencias de encaje). Aunque con estas medidas los intermediarios aumentan la disponibilidad de recursos, también trasladan los costos de captación a las tasas de colocación. Además, ninguna de ellas modifica el límite impuesto por la base monetaria y los encajes, de modo que el agregado monetario no crece o crece muy poco.

El aumento de las tasas de interés se puede atenuar si el banco central actúa de forma acomodaticia. En una economía abierta, cobran importancia los flujos provenientes de las balanzas comercial y de capitales que, influidas por el tipo de cambio, condicionan las relaciones de endeudamiento e inversión con el exterior.

Con unas mayores tasas de interés, se reducen los beneficios esperados de las distintas inversiones por el incremento de los costos financieros. Esto reduce el recaudo fiscal y aumenta el déficit; también aumentan las obligaciones por concepto de deuda —pública y privada— y se refuerzan los efectos negativos sobre la situación fiscal.

Mientras la economía se expande, la confianza —de los empresarios y banqueros— permite incrementar relación deuda a ingreso, de modo que la economía se vuelve gradualmente más sensible a los cambios con respecto a las condiciones existentes en el momento de contratación de las deudas, en particular, a los cambios de las tasas de interés y del ingreso —corriente y esperado— que alteran la liquidez, la rentabilidad y la solvencia de las empresas y los bancos. A nivel individual, la sensibilidad depende de las estructuras de deuda de las unidades económicas, siendo más sensibles las que están en una situación Ponzi,¹⁰ pues ante la imposibilidad de cumplir con los pagos de las deudas sus obligaciones se incrementan progresivamente, porque los intereses se capitalizan, y tiende a

10 Esto no implica que para la economía sea más conveniente el predominio de estructuras de financiamiento seguro porque su ritmo de crecimiento medio puede ser mucho menor. Ver Davidson [1985, cap. 16].

augmentar la proporción de deuda de corto plazo con respecto a la deuda total. Esto tiende a elevar aún más las tasas de interés.¹¹

El deterioro de las condiciones de crédito que pactaron las empresas y los bancos lleva a buscar formas alternativas de financiamiento que reduzcan los costos financieros de las empresas, como una mayor proporción de autofinanciación mediante la imposición de mayores márgenes sobre los costos de producción,¹² cuyo límite es el regulador precio-venta física, que indica una relación inversa entre volumen de ventas y nivel de precios. Si se privilegia esta forma de obtener recursos, dependiendo de cada caso particular —como los productos de marca del sector industrial— se reducen las ventas y con ellas las necesidades ulteriores de financiamiento.

La inflación, la tasa de interés y la participación del autofinanciamiento en el total del financiamiento empresarial, con dos rezagos, están cointegradas a un nivel de significancia del 5 por ciento. La prueba de exogeneidad débil señaló endogeneidad para la inflación. Los resultados son los siguientes:

$$\text{INF} = 0.52R + 0.26\text{PART}; R^2 = 0.9735$$

significancia del t-estadístico: $p_R = 0.00$; $p_{\text{PART}} = 0.00$

Aunque este modelo confirma nuestra explicación teórica, el comportamiento de la inflación durante los períodos 1978-1983 y 1991-1996 muestra la conveniencia de tomar en consideración la apertura económica, que contribuye a explicar algunas diferencias.

Si bien los mayores costos del financiamiento empresarial tienden a asociarse con mayores precios, cuando se pasa de una economía cerrada a una economía abierta, esa asociación es menos clara porque la mayor facilidad de entrada de bienes extranjeros aumenta la competencia de precios en la economía local y atenúa las presiones sobre los precios. Cuando el grado de apertura aumenta, así haya mayor autofinancia-

- 11 Muchas veces las situaciones Ponzi se buscan en forma deliberada. El sistema UPAC es similar a esta situación porque la deuda crece casi todo el tiempo y sólo se amortiza en los últimos años. Igual sucede en empresas con ingresos crecientes que hacen grandes inversiones y acumulan deuda para pagar más adelante, cuando las ampliaciones están en plena operación.
- 12 También pueden reducir los costos de producción, pero si lo hace la mayoría esto no resuelve el problema porque reduce la capacidad de compra de los asalariados y las ventas.

miento, la inflación no crece y puede descender, como en los últimos años. El cambio en las condiciones de comercio exterior afecta la tasa de interés un año después.

La regresión de la inflación, el porcentaje de arancel con licencia previa, como indicador del grado de apertura, la relación entre recursos propios y préstamo neto a las empresas, y la tasa de interés arroja un vector de cointegración con los signos esperados. La prueba de exogeneidad débil muestra que la inflación es la variable endógena. Los resultados de este modelo son:

$$\text{INF}_t = 0.24\text{PART}_t + 0.66R + 0.02\text{ALP}_{t-1}; R^2 = 0.9748$$

significancia del t-estadístico: $p_{\text{PART}} = 0.01$; $p_R = 0.00$; $p_{\text{ALP}} = 0.36$

El encarecimiento de los recursos financieros, que lleva a un mayor autofinanciamiento, revela que la política monetaria del banco central, en épocas de expansión, incide sobre el nivel de precios en forma diferente de la que plantea la teoría económica convencional. Cuando las autoridades monetarias adoptan políticas monetarias restrictivas ante demandas potenciales de crédito, llevan a que los empresarios aumenten los precios fijando mayores márgenes sobre los costos de producción para aliviar la dependencia del crédito o evitar el pago de los altos costos financieros cuando tropiezan con el límite de expansión monetaria.

Esta situación tiende a degenerar en estanflación —a menos que las autoridades monetarias respondan en forma acomodaticia ampliando la capacidad de crédito del sistema, lo que alivia las tasas de interés pero puede perpetuar una inflación indexada— o llevar a una profunda recesión, con la consiguiente caída de la producción y de los precios. Si la economía es abierta y hay una competencia activa, los precios no pueden subir, de modo que la recesión es inmediata.

En una situación de altas tasas de interés y de reducción de las ventas, la economía es muy vulnerable a cualquier cambio en las ganancias porque las empresas enfrentan altos costos fijos por amortizaciones, obligaciones previas y mantenimiento de la capacidad instalada y los inventarios, que crecen a medida que bajan las ventas. Esta situación se refleja en créditos de urgencia más frecuentes y costosos.¹³

13 Las tasas de interés son procíclicas, aunque responden con rezagos en las fases expansiva y recesiva del ciclo económico. En épocas de expansión tienden a subir, pero sólo cuando

Ante la caída en las ventas, se revierte la tendencia de las expectativas de beneficio futuro que se formaron durante la fase expansiva, de modo que la tasa de crecimiento del crédito privado se reduce y disminuyen las inversiones en planta y equipo nuevo. Algún tiempo después, la menor inversión se refleja en un nivel de ventas y de producto aún menor, y en un deterioro del empleo. Todo lo cual contrae el ingreso disponible para consumir e invertir, a nivel público y privado.

Pese a la reducción de la tasa de crecimiento del crédito, su volumen aún se mantiene, por lo que persisten las altas tasas de interés, e incluso pueden aumentar, lo que deteriora aún más la situación financiera de la economía. El volumen de crédito sólo cae, junto con las tasas de interés, con la recesión y la quiebra masiva de empresas. Luego de cierto tiempo de permanencia de bajas tasas de interés, las ganancias se empiezan a recuperar y las obligaciones financieras, privadas y públicas, se reducen, lo que favorece el inicio de la fase de recuperación de la economía.

No obstante, la reactivación económica requiere señales reales que motiven a los empresarios a apostar al futuro. Es decir, no basta que la disminución de las tasas de interés indique una recuperación de los beneficios, es necesario que las ventas se recuperen para que los empresarios confíen en los nuevos procesos de inversión. Por sí solas, las tasas de interés bajas no garantizan la salida de la recesión, ya que si los empresarios prevén rendimientos negativos de sus inversiones no solicitarán crédito, pues éste agravaría sus pérdidas. Por esa razón, si las tasas de beneficio esperado son muy bajas o negativas, la simple reducción de las tasas de interés no soluciona el problema del bajo desempeño económico [Sherman 1991, cap. 18].

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco de la República. 1990. *Cuentas Financieras de Colombia, 1970-1988*.

Banco de la República, *Revista del Banco de la República*, varios números.

Barro, R. J. 1995. "Inflation and economic growth", *NBER Working Paper Series 5326*.

se llega al tope de la oferta monetaria, mientras que en épocas de recesión tienden a bajar pero luego de un tiempo, durante el cual las empresas, pese a los altos costos financieros, tratan de mantener inventarios indeseados. Muy pronto comienzan a revisar sus planes de producción, reducen su demanda de crédito y, en ese momento, las tasas de interés bajan.

- DANE, *Anuario de Industria Manufacturera*, varios años.
- DANE, *Muestra Mensual Manufacturera*, varios meses.
- Davidson, P. 1982-1983. "Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes", *Journal of Post Keynesian Economics* 5, 2, 182-198.
- De Gregorio, J. 1991. "Inflation, taxation, and long-run growth", *Journal of Monetary Economics* 31, 271-298.
- Enders, W. 1995. *Applied the Econometric Times Series*, John Wiley & Sons, Inc.
- Engle, R. y Granger, C. 1987. "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", *Econometrica* 55, 2, 251-76.
- FMI. 1998. CD de Estadísticas Financieras Internacionales.
- Friedman, B. 1995. "Does monetary policy affect real economic activity?: Why do we still ask this question?", *NBER Working Paper Series* 5212.
- Gómez, J. E. 1999. "Especificación de la demanda por dinero con innovación financiera", *Borradores de Economía* 128, Banco de la República.
- Gordon, M. J. 1993. "The neoclassical and a post keynesian theory of investment", Paul Davidson, editor. *Can the Free Market Pick Winners? What Determines Investment*, 3-21, M. E. Sharpe, Inc.
- King, M. 1997. "Monetary Stability: rhyme or reason?", *Bank of England Quarterly Bulletin* 37, 1, 88-97.
- Lucas, R. Jr. 1994. "On the welfare cost of inflation", CEPR Publication 394.
- Minsky, H. 1982, *Inflation, Recession, and Economic Policy*, Wheatsheaf Books Ltd.
- Papadimitriou, D. y Wray, R. 1997. "The institutional prerequisites for successful capitalism", *Journal of Economic Issues* 31, 2, 493-500.
- Sherman, H. 1991. *The Business Cycle. Growth and Crises Under Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Wray, R. 1992. "Commercial banks, the central bank, and endogenous money", *Journal of Postkeynesian Economics* 14, 3, 297-310.
- Wray, R. 1997. "Deficits, inflation and monetary policy", *Journal of Postkeynesian Economics* 19, 4, 543-571.