

# Implicaciones del déficit fiscal: contradicción de la Ortodoxia

Helena Villamizar GH\*

En los últimos tiempos ha venido generalizándose la tesis según la cual el déficit fiscal sería el responsable de todos los males económicos que hoy enfrenta nuestro país. Si bien es cierto que la tendencia y magnitud alcanzada por el desequilibrio interno es uno de los principales problemas que afronta la economía colombiana en los actuales momentos por las implicaciones que su financiación pueda tener, en nuestra opinión su importancia ha sido sobreestimada, al punto que ha llegado a asignársele la responsabilidad de las alteraciones fundamentales que atentan contra la recuperación económica. En efecto, según la tesis en boga, el desequilibrio fiscal no sólo es el causante principal de la caída de reservas, sino que además su financiación limita el proceso de reactivación por el desplazamiento del gasto privado que ella ocasiona. Estas notas discuten algunos de los conceptos que se han emitido sobre esta materia, mostrando la incoherencia interna de la tesis en cuestión.

## El déficit fiscal y el desplazamiento del gasto privado

En primer lugar, se ha afirmado que los requerimientos monetarios para la finan-

ciación del déficit estarían causando un "desplazamiento del gasto privado", por asfixia crediticia de este último sector o por la elevación de la tasa de interés que la restricción de crédito ocasiona sobre el sector privado de la economía<sup>1</sup>.

El relativo consenso sobre esta afirmación resulta preocupante no sólo por lo extendido de la tesis sino además porque entre quienes la defienden se encuentran destacados economistas y, lo que es más grave aún, personas de cuya concepción depende el rumbo que se le dé a la política económica. En efecto, el Presidente de la República, en mensaje que dirigió al país el pasado 26 de agosto, afirmó: "Cuando se produce un desbordamiento del gasto público, el sector privado puede verse sometido a un proceso de iliquidez. ¿Por qué? Porque los recursos económicos por definición son limitados. Si el sector público absorbe toda la liquidez de la economía, ni la industria, ni la agricultura, ni la construcción tendrán acceso a suficiente capital de trabajo ni a suficiente crédito para financiar sus planes de expansión"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Esto es lo que algunos economistas denominan "Crowding Out".

<sup>2</sup> Diario El Tiempo, lunes 27 de agosto de 1984.

\* La autora agradece los valiosos comentarios de Federico Ortega. Sin embargo, las opiniones expresadas en este artículo son de su exclusiva responsabilidad.

Este, por lo demás, ha sido un error de interpretación muy frecuente en la literatura neoclásica reciente sobre políticas de estabilización y en concreto sobre las consecuencias de los desequilibrios fiscales<sup>3</sup>. En efecto, según la concepción de los programas de ajuste impulsados por el FMI, "la contracción del déficit del sector público cumple también otro propósito: evitar, que en las condiciones de restricción monetaria, el sector público monopolice el crédito bancario en desmedro de la inversión privada"<sup>4</sup>, pues de acuerdo con ésta, en ausencia de un mercado de capitales que financie el déficit, expandir el gasto deficitario más allá de dichas restricciones (el límite a la creación de crédito) implica reducir *pari-passu* el monto global de recursos monetarios disponible para financiar los gastos del sector privado"<sup>5</sup>

La tesis sostenida por esta corriente de economistas sobre el desfinanciamiento del sector privado se basa en que dadas unas metas de expansión de la liquidez tolerables, el sector público estaría absorbiendo la mayor parte de dicha expansión. Esta afirmación se deriva de la interpretación parcial y limitada que hace del fenómeno de expansión monetaria, esto es del análisis de las cifras de la base monetaria o el denominado dinero de alto poder. Pero, como su mismo nombre lo indica, ella constituye tan sólo una base a partir de la cual se produce una expansión monetaria gracias al poder de creación secundaria que posee el sistema bancario mediante el otorgamiento de créditos, que superan el monto de los depósitos hasta el límite dado por la relación de encaje<sup>6</sup>. Es precisamente este último concepto de oferta monetaria

global el que resulta pertinente para derivar conclusiones acerca del efecto real o supuesto de estrangulamiento crediticio del sector privado.

En efecto, si bien es cierto que existe una evidente competencia por los recursos del crédito en lo que respecta a la financiación primaria, lo que para efectos económicos importa verdaderamente es la irrigación final de tales recursos. Específicamente interesa saber si el sector privado tiene acceso a suficientes montos de liquidez para movilizar el aparato productivo, provengan éstos de liquidez primaria, directamente del Banco de la República o de la canalización que de ella hace el sistema financiero. En otras palabras, la pertinencia del concepto de "desplazamiento del gasto privado" debe ser mirada sólo en términos dinámicos y no en una situación estática de distribución del crédito neto del Banco Central.

Obviamente, no es del todo indiferente el que esta irrigación de los recursos crediticios se efectúe directa o indirectamente. Razones de eficiencia y velocidad de rotación de los recursos desde el sector público hacia el privado hacen que sea más o menos atractiva una u otra forma de financiación. Evidentemente, en la medida en que el fisco contrata créditos con el Banco de la República para efectuar cancelaciones de gasto nacional y, si éstas se efectúan con rapidez, dichos recursos fluirán rápidamente al sector privado, con lo cual se desvirtúa en buena medida la tesis de desplazamiento del gasto privado o asfixia de crédito. Naturalmente, el efecto financiero para el sector privado será diferente dependiendo

<sup>3</sup> Véase por ejemplo DORNBUSCH RUDIGER, *Stabilization Policies in Developing countries: What have we learned in world development*, Vol. 10, No. 9, Great Britain, 1982.

<sup>4</sup> Richard Lynn Ground, Los Programas Ortodoxos de Ajuste en América Latina, en *Revista de la CEPAL*, Número 23, Naciones Unidas, Santiago de Chile, agosto de 1984, pág. 49.

<sup>5</sup> *Ibid.*

<sup>6</sup> O por la política de las instituciones financieras en determinado momento. Por ejemplo, en recesión económica pueden mostrarse reticentes a utilizar los recursos de emisión con lo cual la expansión puede ser menor a lo que establezca el límite de la relación de encajes. Igualmente depende de la preferencia del público por mantener su dinero bajo la forma de efectivo o en cuentas bancarias. Mientras mayor sea la preferencia por estas últimas, mayor la capacidad de los bancos de provocar una expansión de la oferta monetaria.

do de las acciones del sector público. Si, por ejemplo, la utilización que éste hace es constituir depósitos en un banco o en una CAV, la irrigación del crédito por sectores de actividad podrá ser más o menos eficiente que otro tipo de distribución inicial.

En otras palabras, es claro que si el fisco utiliza los recursos del crédito para pagos de sus obligaciones, estos pagos van a constituir depósitos en cuentas bancarias y de otro tipo en los distintos intermediarios financieros<sup>7</sup> quienes, a su vez, van a colocar estos recursos según su propia racionalidad en el sector privado o público. Ello es igualmente cierto aun en el caso en que, por ejemplo, las entidades oficiales en lugar de efectuar los pagos constituyan depósitos en el sistema financiero, ya que éstos darán lugar a préstamos al sector privado o a otros organismos del Estado, de acuerdo, como se anotó, a los dictados de la racionalidad empresarial de dichos intermediarios.

Vale la pena hacer una digresión, relativa a la pertinencia de establecer una clara distinción entre lo que sería liquidez y crédito, en el sentido de que el gasto público como tal constituye liquidez proveniente de fondos propios para el sector privado sin ser crédito<sup>8</sup>. No obstante, partiendo del supuesto de que el crédito al sector público va a constituir *gasto*, la distinción en sí misma no es fundamental, ya que, como se anotaba antes, "para efectos económicos específicamente interesa saber si el sector privado tiene acceso a suficientes montos de liquidez para movilizar el aparato productivo, provengan éstos de liquidez primaria, directamente del Banco de la República (que en este caso equivaldría a los ingresos corrientes o fondos propios del sector privado siempre y cuando el gobierno efectúe el gasto), o de la canalización que de ella hace el sistema financiero".

<sup>7</sup> De acuerdo con la relación de efectivo/depositos, es decir, la preferencia que el público muestra con respecto a la forma de mantener su liquidez.

<sup>8</sup> Sobre este particular agradezco la sugerencia de José Antonio Ocampo y Eduardo Lora.

Ahora bien, existe sí una dimensión del problema que otorga relevancia a la distinción anotada, cual es la diferente asignación temporal de la liquidez, que puede estar determinada por su procedencia, según ingresos corrientes o según crédito. En efecto, dada la forma como tradicionalmente se ha manejado la oferta monetaria en el país, dicha distinción puede ser importante puesto que el sector privado obtiene "la liquidez correspondiente a "fondos propios" después de que el sector público cancela sus obligaciones, es decir, supuestamente, después de haber finalizado una etapa productiva. Por el contrario, si la liquidez proviniera de crédito del Emisor, los recursos estarían disponibles probablemente en el inicio del ciclo productivo, obteniéndose así mayor eficiencia. Es de anotar, sin embargo, que el problema radica, más que en la asignación de los recursos vía crédito o vía ingresos corrientes<sup>9</sup>, en la asignación temporal que se haga de éstos. En esta medida un crecimiento estable de la oferta monetaria durante el año evitaría los problemas anotados. En otras palabras, la economía en su conjunto tendría suficiente irrigación de liquidez si a lo largo del año los recursos de emisión se distribuyeran en forma más homogénea, aun cuando, para el caso particular de una empresa, ésta reciba el pago de su producto o servicio vendido al gobierno tan sólo al final del período productivo.

Otro estilo de interpretación de desplazamiento financiero del sector privado muy vinculado con el anterior es el debido al financiamiento del déficit fiscal con préstamos. Según éste, el efecto es el desestímulo a la inversión privada debido a la elevación de las tasas de interés<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Nótese que se está haciendo abstracción del mayor costo financiero que tendría para la empresa el financiarse vía crédito en lugar de fondos propios. Igualmente, es preciso señalar que estos fondos propios sólo lo son en la medida en que exista el gasto público en cuestión.

<sup>10</sup> Este es un caso diferente al anterior y merece ser analizado más adelante.

Al respecto Eduardo Sarmiento afirma: "Manifesté mis dudas sobre la capacidad de este instrumento (déficit fiscal) para lograr una reactivación sostenida de la economía en las circunstancias actuales. A la larga el déficit fiscal conduce a la elevación de las tasas de interés y a una succión del crédito al sector privado que termina frenando el proceso de reactivación"<sup>11</sup>.

En sentido estricto y según lo anotado anteriormente, dicho efecto no se debería al financiamiento del gasto público sino a la restricción monetaria total. En otras palabras, si la economía cuenta con una buena irrigación de crédito gracias al efecto multiplicador o la expansión secundaria que se produce después de que las entidades públicas ejecutan sus gastos y por lo tanto los perceptores de estos ingresos constituyen depósitos en los intermediarios financieros, la tesis de desplazamiento financiero carece de validez. Ello, sujeto, claro está, a la mayor o menor eficiencia en la rotación de recursos desde el sector público al privado.

Cabe aclarar que las anteriores conclusiones se refieren al caso en que existe uniformidad en las normas para el caso de las cuentas privadas y oficiales. De no ser así, el efecto es muy diferente<sup>12</sup>. Obviamente, en situaciones como la prevaleciente en el pasado, en que los depósitos de las entidades oficiales tenían un encaje bancario de 80% frente a 45% para las cuentas corrientes privadas, la tesis de desplazamiento del gasto privado mediante restricción crediticia resulta parcialmente válida, dependiendo básicamente de la rapidez con que se ejecute el gasto público. Es decir, que en este caso, mientras que 55% de los recursos de crédito primario con destino al sector privado tenían capacidad de expansión secundaria, del crédito dirigido al sector público sólo 20% tenía potencialidad de crear expansión secundaria en un primer

momento. Es claro que cuando las entidades oficiales hubieran ejecutado la totalidad de sus gastos, el efecto de expansión secundaria debería aproximarse a la situación anterior, es decir, a la existencia de una norma sobre encajes general para el sector público y privado<sup>13</sup>. Sin embargo, existen sí grandes diferencias en términos del apoyo al sector productivo debido a la menor rapidez que un encaje diferencial implica sobre la fluidez de los recursos al sector privado, y por consiguiente sobre la actividad económica propiamente.

Lo expuesto es sólo un aspecto del contraargumento a la tesis denominada de "desplazamiento del gasto privado". Existen otras implicaciones macroeconómicas que se derivan del intento de reducir el déficit fiscal con el objeto de "permitir que una mayor parte de la financiación primaria llegue al sector privado". José Antonio Ocampo afirma que "tal política sería inadecuada. El recorte del déficit fiscal implicaría disminuir *ingresos corrientes* que el sector privado recibe del sector público, para entregarle simultáneamente una mayor cantidad de *crédito* proveniente de la emisión primaria"<sup>14</sup>.

"En este aspecto, existe otra falacia común asociada a un enfoque centrado en el crédito del Emisor, desde el punto de vista del cual el déficit fiscal desplaza el crédito privado. En términos macroeconómicos, sin embargo, el sector privado también recibe el déficit fiscal, pero en forma de *ingresos corrientes* en vez de crédito"<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> En la práctica esto depende de la participación del sector público en la producción que, como se sabe, es en Colombia bien baja, y de los pagos intra-sectoriales en el sector público. Si estos son considerables, el efecto de menor expansión crediticia para el sector privado es más importante.

<sup>14</sup> Ocampo José Antonio. "El sector externo y la política macroeconómica", en *La política económica en la encrucijada*. José Antonio Ocampo, Editor, Banco de la República, C.E.D.E., Bogotá, 1984.

<sup>15</sup> *Ibid.* Nota de pie de página No. 24, pág. 163. Nótese que en esta afirmación implícitamente

<sup>11</sup> *El Espectador*, agosto 19 de 1984, página 4D.

<sup>12</sup> Sobre este particular se agradece la sugerencia hecha por Mary Berrío N.

Volviendo de nuevo a un aspecto señalado atrás, es preciso poner énfasis en dos puntos centrales. En primer lugar, como se ha aclarado, el sector privado recibe además de los ingresos corrientes, el crédito proveniente de la expansión secundaria. En segundo lugar, estando las actividades productivas en Colombia fuertemente concentradas en el sector privado, la liquidez total proveniente bien sea de la totalidad del crédito del Emisor al sector privado o de la correspondiente a la expansión secundaria, es equivalente a la opción de recibir ingresos corrientes por la cuantía del crédito primario al sector público, más la expansión secundaria que produce el sistema bancario. El problema radicaría, como se anotó anteriormente, en la oportunidad de los recursos o, en otras palabras, en la mayor o menor simetría durante el año o período de referencia, de la expansión monetaria total.

Algunos autores también han querido establecer una diferencia entre liquidez proveniente de "ingresos corrientes" y crédito partiendo del hecho de que el crédito es considerado por la literatura económica como factor de producción. En mi concepto, en el caso que nos ocupa, la distinción es innecesaria<sup>16</sup> puesto que tal consideración se referiría al crédito como capital financiero o "poder de compra" adicional. En este caso, los ingresos corrientes provenientes del gasto público, igualmente constituyen "capacidad de compra adicional": son recursos que multiplican la capacidad de ampliación del sistema por encima de las propias posibilidades de la empresa, es decir, del caso en que no existiera déficit fiscal.

La conclusión sobre la conveniencia o inconveniencia de eliminar el déficit fiscal en razón a la "asfixia financiera" sobre

el sector privado se desvirtúa. Antes bien, en cuanto a los efectos macroeconómicos, "el efecto expansión puede darse o no darse, dependiendo de la diferencia entre la elasticidad-gasto en moneda nacional de los ingresos corrientes y el crédito para diferentes sectores"<sup>17</sup>.

Por lo general, el efecto expansivo del gasto público es mayor que el del gasto privado, por lo cual se esperaría una mayor eficiencia del déficit fiscal que de la ampliación del crédito. Por otra parte, "la elasticidad-gasto en moneda nacional del crédito al gobierno puede hacerse unitaria"<sup>18</sup> en tanto que la del crédito al sector privado depende de la propensión hacia el gasto en importaciones y de la participación que se dé en su utilización a las importaciones de bienes de capital.

En síntesis, de lo anteriormente expuesto se concluye que no sólo el sector privado recibe el déficit fiscal en forma de ingresos corrientes, sino que en ausencia de normas diferentes para los depósitos de entidades oficiales y privadas, lo recibe igualmente en forma de crédito, con lo cual la tesis de "desfinanciamiento del sector privado" como producto del déficit fiscal carece de validez. En otras palabras, los efectos recesivos del déficit fiscal sobre los cuales últimamente parece existir un consenso, no tienen ninguna base si se examina la irrigación de crédito a la economía como un todo y no la simple distribución de la base monetaria. Cabe anotar, sin embargo, *que aún en ausencia de pleno empleo* el déficit fiscal puede tener efectos recesivos sobre la economía, derivados de elementos tales como la *marcada inclinación importadora del sector público*, que por lo demás no parece haberse modificado en los últimos tiempos, al igual que de la financiación con títulos de deuda pública mediante intereses elevados.

En efecto, conclusiones opuestas a lo anteriormente expuesto pueden derivarse

se acepta que el financiamiento del déficit fiscal causa una desfinanciación en forma de crédito al sector privado.

<sup>16</sup> Haciendo abstracción claro está, de la diferente asignación temporal de los recursos que ella puede entrañar, como ya se discutió.

<sup>17</sup> Ocampo José Antonio. Op. cit.

<sup>18</sup> Ibid, página 161.

para la financiación del déficit fiscal a partir de dichos títulos. En este caso, es claro que existe un desplazamiento, mas no del gasto privado en términos de la demanda agregada, puesto que en una economía con escasa presencia del Estado en la producción y en situaciones distintas al pleno empleo, finalmente el gasto estatal, siempre y cuando no se desvíe hacia importaciones, revierte e impulsa el sector privado. El desplazamiento ocurre, en cambio, por la competencia y encarecimiento de las fuentes de financiación provenientes del ahorro financiero. Así, los TAN, o los bonos de desarrollo económico, certificados eléctricos, bonos de valor constante, etc., compiten por recursos que de otra forma podrían fortalecer los recursos del sistema financiero o algunas entidades, como la Federación de Cafeteros.

El efecto multiplicador de los TAN sobre el gasto agregado probablemente será el mismo que en el caso de recursos monetarios, pero a un costo considerablemente superior para el fisco. Sin embargo, para que una estrategia de financiación del déficit sea exitosa a partir de títulos de deuda, requiere competir en términos de rentabilidad con otros activos financieros. Si la alternativa resulta atractiva para el ahorrador, después de la ejecución del gasto público ocurrirá una reasignación que puede favorecer de nuevo los títulos del sector público, o al menos restar recursos que, como se anotó, podrían engrosar las fuentes de fondos para los intermediarios financieros<sup>19</sup>

El intento de financiar el déficit a partir de esfuerzos considerables en colocación de títulos de deuda pública puede por lo tanto resultar peligroso en términos de la tasa de interés, a no ser que para su colocación se

utilicen inversiones de tipo obligatorio a costos considerablemente menores a los prevalecientes.

Las anteriores afirmaciones son corroboradas por la Contraloría General de la Nación quien calcula un costo financiero por concepto de títulos de deuda pública por valor de \$60.000 millones para el año de 1984. Igualmente, esta entidad señala que "la participación del ahorro oficial en el ahorro financiero ha subido, en efecto, entre junio de 1983 y junio de 1984 de 8% a 12%, respectivamente, lo cual indica y explica el menor dinamismo desempeñado durante el último año por el sector financiero privado en el proceso de reactivación económica"<sup>20</sup>

Por lo demás, es necesario poner énfasis en que quienes abogan por una mayor financiación del déficit fiscal con base en títulos de deuda pública, desconocen que aún con una elevación de las tasas de interés, en contra de lo que sucede en Estados Unidos, puede no favorecerse la balanza de pagos<sup>21</sup>

Es preciso insistir en que lo anterior no implica efectos de atrofia del gasto privado, ya que de cualquier forma el déficit público finalmente lo que hace es sustentar mayores niveles de gasto privado, siempre y

<sup>20</sup> Contraloría General de la República, División de Análisis Financiero y Estadístico, *Informe Financiero* junio de 1984.

<sup>21</sup> En situaciones de auge y de confianza generalizada, una elevación de la tasa de interés interna puede estimular el ingreso de capitales especulativos. En cambio, en situación de recesión y de dificultades en la balanza de pagos, en el flujo de capitales prevalecen argumentos como la confianza, las expectativas de devaluación, etc., que hacen que se requiera una elevación de la tasa de interés en magnitudes muy considerables para que compense las otras fugas. En otras palabras, el grado de sustitución entre el nivel de la tasa de interés y los otros argumentos no parece ser muy alto. Además, mientras en condiciones de auge el control de cambios ha mostrado mayor efectividad, en depresión su aplicación enfrenta mayores dificultades.

<sup>19</sup> Por el momento este efecto se ha visto aminorado gracias a que un alto porcentaje de los TAN ha sido colocado en las mismas entidades oficiales. A septiembre 28 de 1984 el 63,30% de estos títulos estaba en poder de dichas entidades. Véase FEDESARROLLO, *Coyuntura Económica*, volumen XIV, diciembre de 1984, página 29.

cuando no se utilice en pago de importaciones. La financiación del desequilibrio fiscal mediante títulos de deuda pública a tasas de interés elevadas puede, sí, contrarrestar en alguna medida los mayores niveles de gasto privado que se derivan del déficit, a causa de la elevación de la tasa de interés en la economía y del desestímulo a la inversión. Este efecto de la tasa de interés puede, contrariamente a lo que señalaría la ortodoxia, estimular una fuga de capitales por la falta de oportunidades de inversión rentables a esos niveles del tipo de interés y dados además otros argumentos que favorecerían tales movimientos hacia el exterior, especialmente la confianza.

Las líneas anteriores muestran cómo la tesis de desplazamiento del gasto privado, fruto de la financiación del déficit fiscal con fuentes de emisión carece de significación económica en presencia de un desempleo generalizado de recursos como el que caracteriza la economía colombiana en la actualidad<sup>22</sup>. El gasto público, siempre que sea en bienes nacionales, es motor de reactivación con una efectividad que depende del tipo de sector al que se aplique. Si en el terreno de la producción es claro que el sector privado recibe el déficit en forma de ingresos corrientes, en el terreno financiero también lo recibe a través de la distribución y expansión secundaria de los recursos de liquidez que hace el sistema bancario. Por consiguiente, uno de los principales argumentos a favor de la reducción rápida del déficit mediante la retracción del gasto carece de sustento económico. Por el contrario, el intento de frenar aquél en forma acelerada, puede causar graves perjuicios en términos de la inducción de una crisis profunda.

### **El déficit fiscal como causante fundamental de la caída de reservas internacionales**

Como se anotó, dentro de los argumentos esgrimidos a favor de una reducción del

déficit fiscal en el corto plazo a partir de la disminución del gasto público, el elemento central que explicaría tal "imperativo" es la reducción que se viene presentando en las reservas internacionales. Según los defensores de esta tesis, el déficit fiscal se habría constituido en el elemento perturbador número uno del nivel de reservas del país, mediante la presión que la creciente expansión monetaria estaría ejerciendo sobre ellas. De esta forma, la opción para el país, si no se adopta la alternativa por ellos propuesta, es precipitar o al menos avanzar hacia una crisis cambiaria a pasos acelerados.

La base teórica que sustenta dicha tesis es el llamado enfoque monetario de la balanza de pagos<sup>23</sup>, que concibe la balanza de pagos como un fenómeno estrictamente monetario. Todo cambio en reservas es así un reflejo de la relación existente entre la demanda por saldos monetarios reales y la oferta de dinero. De esta forma la caída de reservas, en lugar de ser una causa de la reducción de medios de pago, es un síntoma de una situación de exceso de oferta de dinero. En otras palabras, según este enfoque, "no puede haber inflación ni déficit insostenible en el balance de pagos, sin que haya existido, en relación con la demanda de saldos monetarios reales, una oferta excesiva de dinero". Son justamente los excesos de oferta los que sustentarían cualquiera de los dos fenómenos, es decir, "ningún factor no monetario puede generar inflación ni desequilibrios externos por sí sólo, independientemente de las variables monetarias"<sup>24</sup>. En este sentido, el déficit fiscal adquiere el carácter de causa fundamental de la caída que viene presentándose en las reservas internacionales, debido

<sup>23</sup> Que algunos denominan fiscal por el marcado interés que pone en la relación "entre el déficit del sector público y la creación de dinero, por un lado, y entre el déficit del sector público y la inversión privada, por otro, y por lo tanto, el papel que puede tener el gasto deficitario en la generación de desequilibrios externos e internos". Véase Richard Lynn, *Op. cit.*

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>22</sup> A excepción del caso de los TAN a tasas de interés elevadas, lo cual, como se anotó, tiene efectos compensatorios sobre la inversión.

a la emisión monetaria requerida para la financiación de dicho déficit.

Esta interpretación extrema sin duda se encuentra en la base de la explicación, ya que en el relativo consenso que se ha ido produciendo alrededor de esta tesis no se mencionan elementos externos que en nuestro concepto continúan ejerciendo notable determinación sobre la reducción acelerada de reservas. El propósito de esta sección es, más que discutir la validez de la tesis, señalar una incongruencia interna en la argumentación completa y esbozar algunas ideas sobre la supuesta conveniencia desde el punto de vista de las reservas internacionales, de reducir bruscamente el gasto público.

En primer lugar, vale la pena señalar la contradicción implícita entre esta segunda tesis y la primera discutida en las páginas anteriores, es decir, la inconsistencia que se encuentra en la argumentación completa de los defensores de una rápida reducción del déficit.

Como se señaló, un aspecto crucial en esta argumentación es la tesis que el déficit fiscal ocasiona un "estrangulamiento o desplazamiento del gasto privado", ya que el sector público absorbe la mayor parte de la "liquidez" de la economía. Pero, paralelamente, se afirma que esto que constituye un "defecto en la oferta" o un "exceso de demanda por liquidez no satisfecho", constituye además, un exceso de oferta de liquidez que se ha transferido a cada de las reservas internacionales.

La pregunta obvia es entonces: ¿La economía padece de un exceso o de un defecto de liquidez? Si es un exceso, es claro, según el argumento, que éste proviene del sector público. Habría entonces que convenir en que es éste el responsable de la mayor demanda por divisas que se ha manifestado en la caída de las reservas. Pero, siguiendo la línea de exposición de los defensores de este argumento, esta demanda consistiría básicamente en demanda por divisas como activo financiero, como forma

de mantener riqueza y no demanda por motivo transacción. Es suficientemente conocido, y sobre este punto no parece versar la tesis, que el sector público ha sido un demandante de divisas por este último motivo de mucho peso. En efecto, según cifras del INCOMEX, los registros de importaciones oficiales sumaron US\$1,538 millones en 1983, cifra que, entre otras cosas, demuestra el esfuerzo nulo que en esta materia han realizado los distintos órganos del gobierno, al menos hasta 1983. En 1984 parecen haberse obtenido mejores resultados, toda vez que los registros hasta septiembre muestran una reducción de 22% frente al mismo período del año anterior. (De US\$1,199.7 millones de enero a septiembre de 1983 a US\$935.6 millones entre las mismas fechas en 1984).

Pero, obviamente, no es ésta la explicación que se ha dado sobre el nexo del déficit fiscal y las reservas internacionales. En efecto, en las distintas justificaciones para una política fiscal severamente restrictiva no se ha avanzado el argumento de que la inclinación importadora del Estado es un elemento de enorme importancia y gravedad, en la cual se originan, en la práctica, buena parte de las presiones recesivas que, bajo otra forma, se ha tratado de endilgar al déficit fiscal, así como una presión directa sobre las reservas. Si el diagnóstico fuese que el déficit del gobierno presiona las reservas vía un gasto exagerado en importaciones, el remedio más lógico y expedito debería ser el control a este tipo de gasto y no la eliminación o severa reducción del déficit en el corto plazo.

El argumento, como se refirió al principio de la sección, consiste más bien en que un exceso de oferta de dinero se manifiesta en demanda por otros activos, preferencialmente divisas, como forma de deshacerse de este exceso de liquidez; debe preguntarse entonces, si este exceso de liquidez se transmite a reducción de las reservas a partir de la demanda que hacen los propios institutos del Estado o, bien, los asalariados. Sobre estos últimos no debe caber la menor duda de que ello no ocurre

dada su alta propensión al gasto y por consiguiente la escasa capacidad de ahorro que los caracteriza. Si la demanda proviniera de los primeros, forzosamente se estaría configurando un delito de peculado generalizado, ya que, según el desarrollo de la argumentación completa, es imposible que la demanda por divisas motive especulación pro venga del sector privado, quien padece una "grave carencia de liquidez". Aceptar entonces esta tesis es, por decir lo menos, caer en una contradicción inaceptable en materia de análisis económico.

Cabe insistir en que en el diagnóstico de los defensores de una rápida reducción del gasto estatal, parece ignorarse el efecto en la balanza comercial ocasionado por la considerable demanda estatal por importaciones. En efecto, en dicho diagnóstico se ignoran o, al menos, se omiten en las exposición de motivos las causas externas de la caída de reservas que continúan ejerciendo gran incidencia en su comportamiento. Entre ellas, el proteccionismo de los países industrializados que no parece dar muestra alguna de ceder ante las constantes quejas del mundo en desarrollo, el endurecimiento del mercado de capitales, la recesión de América Latina, y sobre todo la política de financiación del déficit de Estados Unidos, explican en gran medida la persistencia de problemas de balanza de pagos en los demás países. En efecto, los Estados Unidos al contar con una "moneda internacional" pueden manejar sus distintas políticas con un grado de independencia mucho mayor al de cualquier otra nación; este hecho ha permitido no sólo una sobrevaluación del dólar con los efectos negativos que sobre el comercio con los demás países tiene para aquellos que mantienen su signo monetario vinculado al norteamericano, sino además ha permitido que el financiamiento del déficit fiscal de este país en los últimos tiempos se haya realizado en lo fundamental con un movimiento de capitales "perverso", es decir, con una afluencia neta hacia los Estados Unidos y un desfinanciamiento de las demás áreas.

De esta forma, cabe preguntar a los defensores de la tesis del déficit fiscal como

el origen de todos nuestros males: ¿Es en efecto el déficit fiscal la causa fundamental de la caída de las reservas en los últimos tiempos? No se dispone de ninguna demostración vigorosa de tal tipo de comportamiento para Colombia. ¿Otras causas de origen externo, tales como el comportamiento del mercado internacional de capital no tienen quizás un mayor peso que el que se adjudica al déficit fiscal? En efecto, la escasa afluencia de crédito externo es causante de que el déficit en cuenta corriente se haya tenido que financiar en su casi totalidad con caída de reservas, aspecto que a su vez refuerza la reticencia de las fuentes financieras internacionales para el otorgamiento de nuevos préstamos. Como es sabido, en 1981, el comportamiento de las fuentes externas de capital fue tan favorable que los ingresos netos permitieron cubrir la totalidad del déficit en cuenta corriente y además dieron lugar a un aumento en las reservas internacionales por valor de US\$213,2 millones. En 1982, a raíz de la crisis de México y a pesar del endurecimiento de las fuentes financieras externas, aun los ingresos de capital permitieron cubrir el 40% del déficit en cuenta corriente. Por el contrario, en los dos últimos años la casi totalidad del desequilibrio externo en dicha cuenta ha debido ser financiado con una caída de reservas; en 1983 el 98% y en lo corrido de 1984 hasta agosto el 92,5%<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> La sola información sobre ingresos confirma que el problema no se debe exclusivamente a un fenómeno de fuga de capitales y que, antes bien, los factores objetivos parecen tener un peso considerable. En efecto, las cifras de desembolsos muestran que mientras en el período 1978-1982 los correspondientes al capital oficial crecieron a una tasa promedio de 68,7%, en 1983 presentaron una caída de 31,7%. Si se incluyen los desembolsos por préstamos al Banco de la República, se tiene un crecimiento de 50,3% entre 1978-1982 y un decrecimiento de 11,1% en el año 1983. A su vez, los desembolsos al sector privado que habían mostrado un crecimiento de 83,5% anual entre 1970 y 1982, en 1983 decrecieron 39,3% y en 1984 según información provisional cayeron en 46,6%. Sin embargo, gracias al notable incremento de los ingresos por capital oficial y por préstamos al

Obviamente, para dar mayor sustento a estas tesis se requiere comprobar que el déficit se debe a factores reales relativamente inmodificables como el crecimiento del costo del servicio de la deuda, la relativamente baja respuesta de las exportaciones por el proteccionismo y la situación económica en el resto del mundo, las necesidades de importaciones esenciales, etc. En otras palabras, hay que demostrar que el déficit en cuenta corriente a su vez no responde a una fuga de capitales. Naturalmente esta tarea supera el propósito de estas notas.

Sin embargo, es sabido que diversos fenómenos de naturaleza externa han afectado enormemente la balanza cambiaria sin que medie ninguna actitud de parte de los agentes internos; por ejemplo el empeoramiento de las condiciones financieras en el mercado internacional ha sido causa de un crecimiento acelerado de los gastos en servicios, aspecto que explica en la actualidad la mayor parte del déficit corriente. A este respecto cabe preguntarse además si los términos de intercambio han mostrado una tendencia favorable tan pronunciada que contrarreste la presentada por la tasa de interés internacional y las condiciones de plazo de los préstamos.

Lo anterior no significa que se niegue la posible incidencia de la política monetaria sobre el comportamiento de las reservas, pero lo que definitivamente sí parece excesivo es atribuir la mayor fuerza generadora de la caída de reservas al fenómeno del déficit fiscal y por consiguiente de la expansión monetaria. Este razonamiento, al identificar el déficit en la balanza de pagos con una exagerada oferta de dinero "rompe el vínculo entre la oferta y demanda de dinero y el nivel de actividad al adoptar el supuesto de que la economía se encuentra en forma permanente en situación de pleno empleo; o alternativamente, que a corto plazo es fijo el nivel de actividad"<sup>26</sup>. En

Banco de la República se obtuvo un movimiento neto de capitales por US\$417,9 millones, equivalente al 24,50% del déficit en cuenta corriente del año 1984.

<sup>26</sup> Richard Lynn, *op. cit.* página 75.

otras palabras, se olvida que la nueva oferta de dinero al constituir capital financiero, que, como se anotó, no es otra cosa que capacidad de compra adicional, puede imprimir dinamismo a la economía, y que ésta permite realizar compras de insumos y materias primas adicionales, así como efectuar nuevas contrataciones que finalmente amplíen el producto. Este vínculo evidentemente no existe para los exponentes del enfoque monetario, al suponer que la demanda por dinero está dada y que los aumentos en la oferta no la afectan o, si la llegasen a afectar, lo harían como si la economía estuviese en situación de pleno empleo, de tal forma que dichos aumentos en la oferta de dinero necesariamente se traducirían en incrementos de precios o, alternativamente, en déficits externos.

Estas reflexiones conducen entonces a cuestionar la validez de la tesis que afirma que la reducción del déficit va a mejorar, o al menos impedir, un mayor deterioro de la posición de reservas. Es claro, como se ha insistido, que el argumento implícitamente no está haciendo referencia a la cuenta de bienes, o lo está haciendo sólo de manera indirecta en la medida en que una recesión inducida a partir de la disminución del gasto público generaría una reducción en las importaciones globales. Entonces, en la línea de exposición de los defensores de la reducción abrupta del déficit, el efecto que se espera rinda resultados más efectivos en el muy corto plazo sería la afluencia de capitales, como resultado de la recuperación de la confianza de las fuentes internacionales de capital. Sin embargo, las probabilidades de que esto suceda son muy reducidas.

En lo que respecta al endeudamiento privado existen serias dudas acerca de que una reducción del déficit fiscal pueda incrementarlo. En primer lugar, ante las expectativas de devaluación, el costo del endeudamiento externo se eleva<sup>27</sup>, por lo cual no

<sup>27</sup> Algunos consideran que haciendo una devaluación abrupta se corregirían algunos de estos problemas. Sin embargo, como ha demos-

es de esperar que exista mayor incentivo para adquirir créditos en el exterior. Antes bien, una política de reducción del déficit fiscal entraña reducciones en la demanda y por consiguiente en los planes de inversión de las empresas. Por esta razón, tal política llevaría a una reducción del endeudamiento por esta vía.

Adicionalmente, como se anotó atrás, tal política podría incluso tener un resultado adverso en términos de las mismas reservas, al producir un incentivo mayor a la salida de capitales, en lugar de efectuar planes de inversión en el país que no resultarían rentables ante la eventual caída de la demanda que produciría la reducción del déficit fiscal.

Ahora bien, lo anterior se refiere al punto de vista del deudor privado; desde el punto de vista del acreedor, se dice que con la reducción del déficit se recupera la confianza y se garantiza la permanencia de una corriente de fondos hacia los países deudores bajo la forma de lo que se han llamado "préstamos involuntarios". La validez de esta tesis sostenida por W. Cline respecto a las renegociaciones de la deuda, y que se refiere al otorgamiento de refinanciamientos a corto plazo a países que se encuentran en dificultades de pago del servicio de su deuda, ha sido cuestionada por Javier Fernández. Este autor demuestra cómo la afluencia de préstamos involuntarios sólo es válida bajo determinadas condiciones. Después de discutir los supuestos simplificados de Cline, muestra que existen limitaciones para que los bancos confieran tales créditos, dadas fundamentalmente por el grado de riesgo del país, es decir, la probabilidad inicial de no pago (en el caso de los bancos pequeños) o el poder de modificar dicha probabilidad para los bancos grandes y, en segundo lugar, de la tasa de crecimiento de las exportaciones. Igualmente Fernández muestra cómo los créditos de bancos pequeños de Estados Unidos se redujeron entre diciembre de 1982 y junio de 1983 a excepción de los concedidos a Argentina, Brasil, México y Colombia<sup>28</sup>.

Queda entonces como argumento central para la reducción acelerada del déficit fiscal desde el punto de vista de las reservas, la probable afluencia de capital público externo como producto de la recuperación de la confianza, gracias al certificado de buena conducta a que se harían acreedores los gobiernos por el esfuerzo de reducción del déficit.

Sin embargo, el resultado conjunto de todas estas fuerzas, según se desprende de la experiencia reciente de América Latina, es bien opuesto al que se afirma va a producir la decisión de política de eliminar aceleradamente el déficit. En efecto, el comportamiento de los flujos de capital hacia la región dista mucho de ser satisfactorio; el cuadro adjunto muestra cómo, pese al proceso de renegociaciones de la deuda seguido en los últimos años por casi todos los países de América Latina, entre ellos los más importantes, el subcontinente vivió un severo desfinanciamiento. Tomando por ejemplo el bien promocionado caso de México, se observa que mientras en 1981 el movimiento neto de capitales registró un saldo positivo de US\$14.531 millones y en 1982 de US\$1.812 millones, en 1983 y 1984 presentó un déficit cuantioso (US\$2.946 y \$4.110 millones respectivamente). De manera semejante, el Brasil redujo el saldo neto de capitales de US\$11.120 millones en 1982 a US\$4.946 millones en 1983 y US\$5.220 millones en 1984. En esta línea, podría continuarse con ejemplos bastante ilustrativos, que en conjunto dieron como resultado una reducción del movimiento neto de capitales para América Latina de US\$38.038 millones en 1981 a US\$4.435 millones en 1983. En 1984 mejora la situación en lo que se refiere a movimiento neto de capitales, aun cuando dista considerablemente de lo ocurrido a principios de la década. Si de estas

trado Ocampo, el costo de tal política es sin duda más elevado que sus pretendidos beneficios.

<sup>28</sup> Fernández Javier, "Crédito bancario involuntario a otros países" en FEDESARROLLO, *Coyuntura Económica*, volumen XIV No. 1, marzo de 1984.

**AMERICA LATINA: BALANCE DE PAGOS**  
(Millones de dólares)

País	Pagos netos de servicios <sup>a</sup>			Pagos netos de utilidades e intereses <sup>b</sup>			Balance en cuenta corriente <sup>c</sup>			Movimiento neto de capitales <sup>d</sup>			Balance global <sup>e</sup>		
	1982	1983	1984 <sup>b</sup>	1982	1983	1984 <sup>b</sup>	1982	1983	1984 <sup>b</sup>	1982	1983	1984 <sup>b</sup>	1982	1983	1984 <sup>c</sup>
América Latina	12,745	6,596	4,030	37,641	34,465	37,330	-40,613	- 8,957	-3,090	19,200	4,435	10,615	-21,413	-4,522	7,525
Países exportadores															
de petróleo	8,182	3,062	1,050	15,097	13,609	16,090	-13,257	7,185	6,590	533	-4,947	- 2,300	-12,724	2,238	4,290
Bolivia	122	141	150	415	424	490	- 121	- 271	- 340	153	252	220	32	- 19	- 120
Ecuador	530	367	260	847	718	950	- 1,215	- 128	- 300	875	274	240	- 340	146	- 60
México	2,390	549	-1,000	11,271	9,108	10,100	- 5,922	4,968	4,500	1,812	-2,946	-1,000	-4,110	2,022	3,500
Perú	315	254	200	1,034	1,133	1,320	- 1,777	-1,093	- 940	1,637	1,027	870	- 140	- 66	- 70
Venezuela	4,825	1,751	1,440	1,530	2,226	3,230	- 4,222	3,709	3,670	- 3,944	-3,554	- 2,630	- 8,166	155	1,040
Países no exportadores															
de petróleo	4,563	3,534	2,980	22,544	20,856	21,240	-27,356	-16,142	-9,680	18,667	9,382	12,915	- 8,689	-6,760	3,235
Argentina	434	761	1,150	4,716	5,409	5,430	- 2,354	- 2,436	-2,150	1,686	- 13	2,550	- 668	-2,449	4,600
Brasil	3,589	2,407	1,900	13,495	11,012	11,400	-16,314	- 6,842	- 550	11,120	4,946	5,220	- 5,194	-1,896	4,670
Colombia	87	317	40	787	839	650	- 2,897	- 2,739	-2,260	2,021	829	640	- 876	-1,910	-1,620
Costa Rica	- 21	- 5	- 70	345	415	370	- 206	- 383	- 360	331	401	330	125	18	- 30
Chile	555	471	540	1,921	1,703	1,840	- 2,372	-1,116	-1,930	1,026	587	1,990	- 1,346	- 529	60
El Salvador	72	32	50	129	196	220	- 271	- 239	- 330	242	418	330	- 29	179	0
Guatemala	231	177	260	122	114	40	- 376	- 225	- 240	338	276	240	- 38	51	0
Haití	87	83	80	14	12	20	- 182	- 208	- 200	137	.175	220	- 45	- 33	20
Honduras	52	54	40	202	149	200	- 249	- 260	- 240	204	213	240	- 45	- 47	0
Nicaragua	65	112	90	140	61	90	- 514	- 519	- 530	580	588	420	66	69	- 110
Panamá	- 849	- 886	- 820	236	306	240	- 538	- 409	- 330	524	440	350	- 14	31	20
Paraguay	92	- 25	10	- 14	53	70	- 391	- 252	- 270	329	257	135	- 62	5	- 135
República Dominicana	-97	- 164	- 230	254	299	330	- 457	- 454	- 230	311	276	230	- 146	- 178	0
Uruguay	266	200	- 60	197	288	340	- 235	- 60	- 60	- 182	- 11	20	- 417	- 71	- 40

**Fuente:** 1982, 1983: Fondo Monetario Internacional, las cifras para 1983 de Costa Rica, Ecuador, El Salvador y la República Dominicana son estimaciones de la CEPAL sujetas a revisión. Las cifras de Chile 1982, 1983 y 1984: Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Excluye pagos netos de utilidades e intereses.

<sup>b</sup> 1984: estimaciones preliminares de la CEPAL sujetas a revisión. Cifras redondeadas a la decena más próxima.

<sup>c</sup> Incluye transferencias unilaterales privadas netas.

<sup>d</sup> Incluye capital a largo y a corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.

<sup>e</sup> Corresponde a la variación de las reservas internacionales (con signo contrario) más los asientos de contrapartida.

Tomado de CEPAL, *Notas sobre la Economía y el Desarrollo*, enero de 1985. "Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana en 1984".

cifras se excluyen los pagos de intereses y utilidades, el resultado es, por decir lo menos, preocupante. En efecto, en los dos últimos años el financiamiento neto disponible para la América Latina es negativo en magnitudes muy importantes, US\$18.4; US\$30.1 y US\$26.7 millones respectivamente<sup>29</sup>. Ello, por supuesto, no obstante las políticas de reducción del déficit fiscal y otras aún más severas emprendidas por la mayor parte de países del área. Por último, de la experiencia de América Latina también se desprende el enorme sacrificio que implican los procesos seguidos por estos países como prerrequisito de renegociación de sus deudas<sup>30</sup>.

Finalmente, la reflexión necesaria en este momento es si los pretendidos beneficios de reducir el déficit son reales o pura ficción. ¿El reducir el déficit bruscamente será capaz por sí mismo de contrarrestar una serie de presiones internacionales que han dado lugar a un movimiento mundial de capitales hacia los Estados Unidos? O es posible que los esfuerzos en este sentido causen recrudescimiento de las presiones para sacar capitales<sup>31</sup> y grandes sacrificios en términos de la inversión y el crecimiento. A este respecto podría aplicarse con justeza la afirmación que equivocadamente se hizo a la política mercantilista por la búsqueda del excedente comercial, en el sentido de que se asemeja a un perro que persigue su propia cola. En efecto, Francisco Mejía ha demostrado que un importante factor explicativo del déficit fiscal ha sido la recesión económica tanto interna como externa<sup>32</sup>. Por consiguiente, una abrupta dis-

minución del gasto público sin lugar a dudas entrañará la caída de la demanda agregada y de la actividad económica, pudiendo entonces reforzarse la reducción de los ingresos y por ende los elementos del déficit fiscal, que para su posterior equilibrio requeriría de nuevos ajustes en el gasto. Las recomendaciones referentes al déficit fiscal deben por consiguiente considerar el aspecto dinámico de su reducción rápida.

Es obvio que las implicaciones de un déficit fiscal considerable o de un elevado endeudamiento externo son sustancialmente diferentes en el caso de un país como el nuestro que en el de las naciones industrializadas<sup>33</sup>. Es sabido que el enorme déficit

méstica sobre los ingresos de la Nación fue de \$41.734.8 millones, cifra que contempla \$33.358.6 de efecto sobre los recaudos internos y \$8.376.2 sobre los ingresos tributarios externos. Véase Francisco Mejía, "La Posición Fiscal de la Nación y la Actividad Económica" en DNP, *Revista de Planeación y Desarrollo*, Volumen XVI No. 4 diciembre, 1984.

<sup>33</sup> Cabe señalar por ejemplo cómo "la situación de endeudamiento de Argentina, Brasil y México es bastante similar a la del gobierno de los Estados Unidos. En relación con sus respectivos productos nacionales brutos, la deuda del sector público es en los cuatro países aproximadamente igual, es decir, un tercio. Además de ello, hace ya varios años que los préstamos brutos de los cuatro gobiernos exceden el interés actual sobre sus deudas; de hecho, no han sido necesarios excedentes para pagar el interés. La importante diferencia es, no obstante, que Argentina, Brasil y México no pueden ya obtener préstamos para el pago de sus intereses, mientras que el gobierno de los Estados Unidos sí puede hacerlo (aunque sea a tipos de interés altos). Como resultado, los otros tres países —menos afortunados— deberán incrementar su ahorro en cantidad suficiente para cubrir el pago de esos intereses. En efecto, el problema a que deben enfrentarse es similar a aquel con que se enfrentaría el Congreso norteamericano si se viera obligado a transformar el déficit fiscal de US\$210,000 millones en un excedente de US\$80,000 millones". Esto refleja la importancia fundamental que reviste la confianza en el problema de los flujos de capital. Véase Saastad Larry. ¿A quién debemos el endeudamiento internacional? En Información Comercial Española, *Revista de Economía*, Ministerio de Economía y Hacienda, número 608, abril de 1984.

<sup>29</sup> Corresponde al movimiento neto de capitales menos los pagos netos de utilidades e intereses.

<sup>30</sup> Véase Villamizar Helena y Tolosa José "Implicaciones para Colombia de la Renegociación de la Deuda en América Latina", en Banco de la República, *Ensayos sobre Política Económica*, diciembre 1984, No. 6, Bogotá.

<sup>31</sup> Que sin embargo, según los defensores de la tesis, no se podrán manifestar en caída de reservas por carencia de liquidez.

<sup>32</sup> Para el sólo año de 1983, por ejemplo, este autor calcula que el efecto de la recesión do-

fiscal de los Estados Unidos, que según se afirma supera los US\$200.000 millones, está siendo financiado fundamentalmente con corrientes financieras del resto del mundo con los evidentes perjuicios para la comunidad mundial ya señalados. La posición del dólar en el sistema monetario internacional permite el logro de una gran independencia entre las políticas fiscales, monetaria y cambiaria, en tanto que en nuestro país existe un peligroso vínculo entre ellas que impone prudencia en el manejo del déficit fiscal. Pero por las mismas razones es preciso insistir en que los males que se derivan de una reducción abrupta del desequilibrio fiscal o de una modificación brusca del tipo de cambio pueden ser mayores que en el caso de la aplicación de una política gradual.

Para terminar, es preciso poner énfasis en que los verdaderos efectos negativos del déficit fiscal sobre el sector externo han sido olvidados o al menos relegados a un segundo lugar por los defensores del enfoque monetario. En las políticas preconizadas no se concede la debida importancia a aspectos tales como el elevado monto de las importaciones oficiales o la forma de financiación del déficit, que por lo menos hasta el año 1982 tuvo una marcada presencia del endeudamiento externo.

Dichas tendencias resultan particularmente graves ante el fortalecimiento relativo del gasto en funcionamiento frente al de inversión, puesto que de esta forma el déficit fiscal no está generando futura capacidad externa de pago y, en cambio, está constituyéndose en un elemento sumamente grave para el futuro de las reservas del país dado el aumento de la cuenta de servicios que la atención de esta deuda implica.

Adicionalmente, si el gasto del Estado tiene un alto componente importado, pero no se destina a proyectos que generen un mayor flujo de divisas, el déficit fiscal se convierte sin duda en uno de los determinantes del futuro deterioro de los activos internacionales. Lamentablemente estos as-

pectos no han recibido en la práctica atención alguna, salvo en la norma<sup>34</sup>, y debido a que los encargados de la política se han concentrado en una faceta del problema —la monetaria—, guiados más por una inclinación teórica que por algún tipo de evidencia que demuestre la validez de la tesis para el caso colombiano.

Por último, es necesario señalar que precisamente en el vínculo que se establece entre la financiación del déficit fiscal a partir de préstamos externos y el futuro sacrificio en términos de divisas que su pago implica, puede darse sí un desplazamiento del gasto, no sólo privado, sino nacional. Como anota Fernando Tenjo "En el mediano plazo, la necesidad de pagar la deuda externa implica, para un país dependiente, un sacrificio de consumo de la magnitud que testimonia la situación actual de la economía colombiana"... "A medida que la crisis colombiana se va agudizando, la restricción de importaciones va cubriendo los artículos de consumo de lujo hasta que llega el momento en que se toca el Departamento I, cuando se entaba ya sea la inversión pública o la realización de los beneficios privados"<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Al respecto véase la crítica hecha por el Contralor General de la República al deliberado incumplimiento de la Ley (artículo 273 Decreto 222) por parte de las distintas agencias estatales, "Desagregación Tecnológica" Camino al Desarrollo Industrial. Editorial *Revista Economía Colombiana*, Contraloría General de la República, No. 155, marzo de 1984.

<sup>35</sup> Tenjo Fernando, "La Cuestión Fiscal, en Controversia" 120, CINEP, Centro de Investigación y Educación Popular, Bogotá, octubre de 1984.