
LAS POLÍTICAS FISCAL Y MONETARIA A LA LUZ DEL CRECIENTE SERVICIO DE LA DEUDA

Jorge Iván González

Profesor y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas
de la Universidad Nacional.

Versión revisada de la ponencia presentada en el seminario «Política fiscal e inflación», organizado por el CID y la Facultad de Ciencias Económicas, noviembre de 1995.

Resumen

Jorge Iván González. "Las políticas fiscal y monetaria a la luz del creciente servicio de la deuda", Cuadernos de Economía, v. XV, n. 24, Bogotá, 1996, páginas 143-157.

El progresivo aumento del servicio de la deuda refleja un debilitamiento de la estructura de las finanzas públicas y una intensificación de la política de estabilización monetaria. En los últimos años, la deuda externa ha sido sustituida por deuda interna. En un mercado imperfecto de capitales, como el que existe en Colombia, este manejo de la política monetaria distorsiona la tasa de interés y la convierte en mera expresión de los objetivos inmediatos de la política monetaria.

Abstract

Jorge Iván González. "Fiscal and Monetary Policies in Light of the Increasing Debt Service", Cuadernos de Economía, v. XV, n. 24, Bogotá, 1996, pages 143-157.

The progressive increase in the servicing of the debt reflects a weakening of the structure of public finance and an intensification of the policy of monetary stabilization. In the last few years, the external debt has been replaced by internal debt. In an imperfect capital market, such as that which exists in Colombia, this handling of monetary policy distorts the interest rate and turns it into merely the expression of the immediate objectives of monetary policy.

El aumento del servicio de la deuda refleja cambios sustanciales en la estructura y en el manejo de las finanzas públicas. La estructura de las finanzas públicas se ha debilitado porque la deuda ha aumentado su participación en las fuentes de financiamiento y en los egresos [González 1995]. Desde una perspectiva dinámica, la acumulación de la deuda ha reducido el margen de maniobra de la política fiscal y ha debilitado el efecto multiplicador de la política monetaria. La apertura cambiaria, en un contexto de globalización financiera, ha obligado al gobierno a utilizar la deuda pública como un instrumento más de la política de estabilización monetaria. En un mercado imperfecto de capitales, este manejo de la política monetaria que privilegia las operaciones entre entidades públicas ha distorsionado la tasa de interés, convirtiéndola en simple expresión de los objetivos inmediatos de la política monetaria.

Como bien señalan Blejer y Cheasty, hay diversas maneras de cuantificar el déficit fiscal.¹ Destaco tres conceptos de déficit: *corriente* (DC), *efectivo* (DE) y *fiscal* (DF). La definición de cada uno es la siguiente:

$$DC = \text{IngCorr} - \text{Func} - \text{Inv} \quad [1]$$

$$DE = \text{IngCorr} - \text{Func} - \text{Inv} - \text{SerDeud} \quad [2]$$

$$DF = \text{IngCorr} - \text{Func} - \text{Inv} - \text{SerDeud} + \text{RecCap} \quad [3]$$

1 Las opciones dependen de: "1) el tipo de déficit que se ha de medir dentro de cierto ámbito del sector público; 2) la cobertura o tamaño del sector público y su composición; y 3) el horizonte cronológico pertinente" [Blejer y Cheasty 1992, 40]. En Blejer y Cheasty [1993] se presenta una explicación más detallada.

Cuadro 1
Evolución de los déficit corriente y efectivo
Diferencia entre ambos tipos de déficit
Porcentaje del PIB

	Nación			Departamentos			Municipios		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
80	0.17	-1.13	1.31	0.06	0.01	0.05	-0.04	-0.09	0.05
81	-0.29	-1.71	1.42	-0.09	-0.15	0.06	-0.13	-0.20	0.07
82	-0.42	-1.92	1.51	-0.14	-0.24	0.10	-0.04	-0.14	0.10
83	-1.85	-3.34	1.49	-0.06	-0.17	0.11	0.00	-0.11	0.11
84	-4.44	-6.12	1.68	-0.01	-0.20	0.19	0.08	-0.09	0.17
85	-2.57	-4.28	1.72	0.09	-0.11	0.21	0.15	-0.03	0.18
86	-0.74	-3.60	2.85	-0.02	-0.23	0.21	0.10	-0.11	0.20
87	0.59	-2.05	2.64	-0.14	-0.34	0.20	0.00	-0.24	0.24
88	1.13	-1.78	2.91	-0.14	-0.36	0.22	-0.03	-0.30	0.27
89	-0.13	-3.38	3.25	-0.11	-0.38	0.27	-0.13	-0.48	0.35
90	-0.11	-3.23	3.12	0.00	-0.29	0.29	-0.08	-0.40	0.32
91	-0.03	-3.28	3.26	-0.09	-0.38	0.30	-0.08	-0.46	0.38
92	-4.45	-8.53	4.09	-0.17	-0.51	0.34	0.01	-0.44	0.45
93	-0.20	-3.76	3.56	-0.36	-0.69	0.33	-0.25	-0.73	0.48
94	-1.94	-7.60	5.66	-0.24	-0.57	0.33	-	-	0.49 ¹

(1) = déficit corriente; (2) = déficit efectivo; (3) = diferencia entre (1) y (2).

1. Estimado.

Fuente: *Informes Financieros* de la Contraloría General de la República; cálculos del autor.

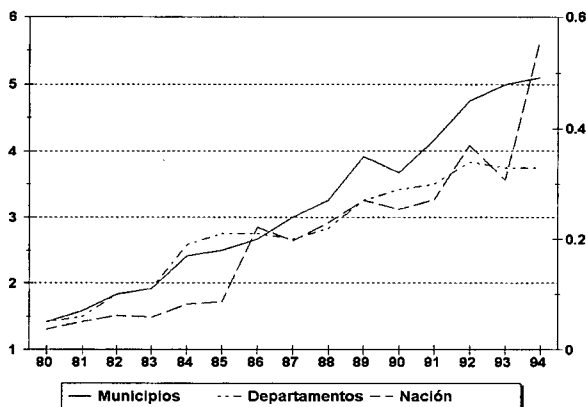
El déficit *corriente* es igual a los ingresos corrientes, menos los gastos de funcionamiento, menos los gastos de inversión.² El déficit *efectivo*

- 2 El déficit corriente equivale al déficit primario. Blejer y Cheasty [1992, 41 y ss.] definen así el déficit primario: "El déficit primario es el déficit calculado excluyendo los pagos de intereses de la medida del déficit convencional". Por su parte, el déficit convencional "mide la diferencia entre el total de gastos y el total de ingresos públicos, con exclusión de las variaciones de la deuda. Cuando se mide en términos de caja exclusivamente, el déficit convencional corresponde a la *necesidad neta de empréstitos del sector público*". En países con inflaciones superiores a un dígito se recomienda utilizar el *déficit operacional*, la diferencia entre ingresos y gastos, después de descontarle a éstos el componente inflacionario de los intereses. En este artículo no emplearé el déficit operacional. Para una discusión más amplia sobre las diversas mediciones del déficit, véase Blejer y Cheasty [1993]. Restrepo, Zárate y

es igual al déficit corriente menos el servicio de la deuda. El déficit *fiscal* es igual al déficit efectivo más los recursos de capital.³

En el cuadro 1 se observa la dinámica de los déficit corriente y efectivo, de los niveles nacional, departamental y municipal. La tercera columna de cada nivel muestra la diferencia entre ambos tipos de déficit. Esta diferencia es el servicio de la deuda. Tal como se aprecia en la gráfica 1, el servicio de la deuda creció de manera continua entre 1980 y 1994, especialmente en la Nación y en los municipios.

GRÁFICA 1
SERVICIO DE LA DEUDA
Porcentaje del PIB



El eje vertical izquierdo representa los valores correspondientes a la Nación. El eje vertical derecho representa los valores correspondientes a los municipios y a los departamentos.

Fuente: cuadro 1.

Para explicar el crecimiento del servicio de la deuda, la reflexión se centra en dos aspectos: la relación *stock-flujo* y la imperfección del mercado de capitales.

Posada [1992] amplían esta idea.

- 3 Los recursos de capital incluyen el crédito (interno y externo), los recursos del balance, otros recursos de capital, los fondos y las contribuciones especiales. El déficit fiscal es el que normalmente utiliza la Contraloría General de la República cuando presenta la cifra oficial del 'balance fiscal'. En el artículo sólo me referiré a los déficit corriente y efectivo.

STOCK-FLUJO

La interpretación usual es que el déficit corriente refleja una situación de corto plazo, mientras que el déficit efectivo expresa un comportamiento de mediano y largo plazos. Se argumenta que al incorporar el servicio de la deuda, el déficit efectivo incluye los compromisos de las administraciones pasadas. Esta apreciación sólo es cierta en parte, porque cuando se observan las relaciones *stock-flujo*, se aprecia que el déficit corriente también involucra las decisiones de los gobiernos anteriores.

Los modelos de Tobin [1980, 1982] y de Blinder, Solow [1973, 1974] explicitan la importancia de la relación entre *stocks* y flujos. La idea básica es muy sencilla. Tómese, por ejemplo, el caso de la inversión. Los flujos periódicos van aumentando el acervo de capital.⁴ Si se supone una corriente continua de inversión y si, además, se acepta que la productividad marginal del factor es decreciente, la misma cantidad de inversión tiene un impacto mayor en el momento inicial (t_0) que en el siguiente (t_1). Puesto que el acervo de capital va aumentando, la incidencia de la inversión en el producto cambia a lo largo del tiempo.

Como en el caso de la inversión, el impacto de los multiplicadores keynesianos convencionales también depende del tamaño del *stock*.

La interpretación 'puntual momentánea' del modelo keynesiano y su versión IS-LM, aceptada estrictamente, hace carente de sentido cualquier análisis dinámico de su propia solución. Si la solución no es un equilibrio duradero, no puede ser el estado continuo de otro sistema. Es el sistema dinámico, o más bien el escenario momentáneo de un proceso dinámico... El análisis de la estabilidad del modelo IS-LM puede ser racionalizado tomando solamente un equilibrio en vez de una perspectiva momentánea de la solución del modelo. Pero entonces existe algún grado de inconsistencia al tomar el 'equilibrio' keynesiano como el resultado asintótico de un largo proceso de ajuste, *mientras que se ignoran las acumulaciones y desacumulaciones de stocks que están obligadas a producirse durante el proceso* [Tobin 1980, 100-101, cursivas mías].

Estas 'acumulaciones' y 'desacumulaciones' afectan la intensidad de los multiplicadores.

Las interacciones subyacentes a la curva IS son,

4 Cuando se trata de la deuda, los flujos (positivos o negativos) aumentan o disminuyen el saldo.

$$\left. \frac{dr}{dY} \right|_{IS} = \frac{1 - C_1 - I'q_N/F_N}{C_2 + I'q_r - \pi} \quad [4]$$

donde r es la tasa de interés nominal, Y el ingreso, N el número de trabajadores, F_N la productividad marginal del trabajo, π la inflación esperada, I la inversión y C el consumo.

C_1 y C_2 provienen de

$$C = C \left(Y - \delta K - T \frac{M+B}{P} \pi, r - \pi \right) \quad [5]$$

donde K es el *stock* de capital, δ la tasa de depreciación, T los impuestos, M la cantidad de moneda y B los bonos emitidos por el gobierno. Al derivar 5,

$$dC = C_1 dY - C_1 dT - C_1 dZ + C_2 dr - C_2 d\pi \quad [6]$$

donde q es igual a

$$q = \frac{F_K - (r + \delta - \pi)}{r - \pi} + 1 \equiv q(K, N, r - \pi, \delta) \quad [7]$$

F_K es el producto marginal del capital.

I equivale a

$$I = I[q(K, N, r - \pi, \delta) - 1] \quad [8]$$

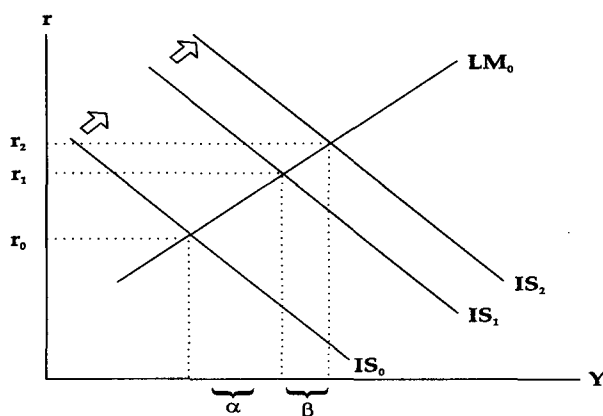
$(I'q_N/F_N)$ es la propensión marginal a invertir.

Las relaciones [5-8] muestran las interacciones implícitas en IS.⁵ El aspecto que vale la pena destacar es que el valor de la derivada está determinado por el grado de acumulación o desacumulación del *stock* de la variable independiente. El caso de la función de producción es muy claro. Cuando ésta cumple los criterios convencionales de concavidad, continuidad, etcétera, los productos marginales del trabajo y del capital son positivos y decrecientes,⁶ y, por tanto, el impacto de la inversión dependerá de los cambios en los *stocks* de capital o de trabajo. Las consideraciones son similares cuando se trata de la función consumo (ecuaciones 5 y 6).

5 Esta presentación es tomada de Sargent [1987]. En González [1994] hago una presentación más detallada de estas relaciones.

6 La primera derivada es positiva y la segunda negativa.

GRÁFICA 2 DESPLAZAMIENTOS DE LA CURVA IS



Debido a la acumulación de *stocks*, los impactos de los desplazamientos de la curva IS son cada vez menores, $\beta < \alpha$.

En aras de la sencillez, se supone que el flujo de la variable independiente no se modifica a lo largo del tiempo. Las variaciones intertemporales de cada variable son idénticas.

La gráfica 2 representa la curva IS (ecuación 4) en caso de que se consideraran de manera explícita algunas de las interacciones dinámicas. La gráfica sólo busca ilustrar una situación hipotética. El supuesto consiste en que a medida que aumenta el acervo de capital de la economía, los impactos marginales son decrecientes.

La gráfica 2 transmite una idea clara. Debido al aumento del acervo de capital, los impactos de los desplazamientos de la curva IS son cada vez menores. α es el producto (Y) adicional que resulta en el período t_1 del movimiento $IS_0 \rightarrow IS_1$. Por su parte, β es el producto suplementario que se genera en el período t_2 como consecuencia del movimiento $IS_1 \rightarrow IS_2$. El aumento del producto es mayor en t_1 que en t_2 ($\beta < \alpha$). El impacto es diferente a pesar de que en ambos momentos la inversión y el consumo han mantenido un flujo igual. En t_2 , el movimiento de la tasa de interés también es menor que en t_1 porque el menor ingreso (β) implica un menor consumo y una menor demanda de dinero.

La conclusión básica es que *desde una perspectiva dinámica, los multiplicadores no son constantes*. El postulado se mantiene aun si los rendimientos son crecientes. Éstos se presentan en numerosas situaciones.

En años recientes se ha destacado la importancia del monopolio o de la inversión en capital humano. En tales casos es muy probable que la productividad sea marginalmente creciente. La gráfica 2 tendría que ser modificada, de modo que el producto adicional en t_2 sea mayor que en t_1 . Este resultado confirma la conclusión anterior: los multiplicadores cambian a lo largo del tiempo.

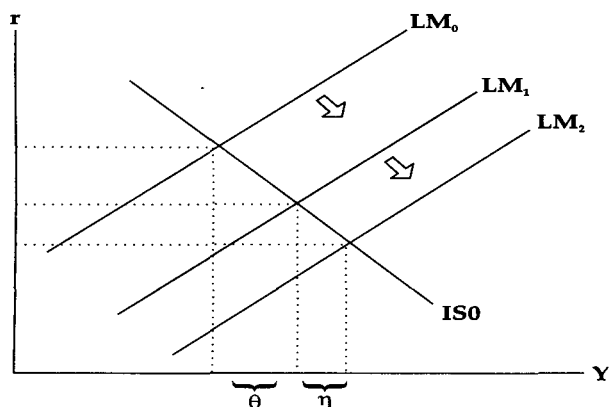
La ecuación 5 introduce dos activos: la moneda (M) y los bonos del gobierno (B);⁷ por ahora, el análisis supone que son perfectos sustitutos. Más adelante suprimiré este supuesto.

Retomando la presentación que hace Sargent [1987] de la curva LM,

$$\left. \frac{dr}{dY} \right|_{LM} = \frac{1}{m_r} \left(\frac{F_{NN} M}{F_N^2 p} - m_Y \right) \quad [9]$$

donde m_r y m_Y representan los cambios en la demanda de moneda originados por los movimientos de la tasa de interés y del ingreso. La demanda de dinero adicional, estará condicionada por el ingreso acumulado y por el *stock* de moneda existente. Como sucedía con la curva IS, los impactos de las relaciones dinámicas son muy diferentes a los que resultan de la estática comparativa.

GRÁFICA 3
DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA LM



La acumulación de *stocks* hace que los impactos momentáneos disminuyan a lo largo del tiempo, $\eta < \theta$.

7 A la variable B podría dársele un alcance más general, para que también incluya las acciones.

La gráfica 3 muestra los efectos de un desplazamiento de LM. El impacto final es menor que el inicial ($\eta < \theta$). La efectividad de la política monetaria va disminuyendo a lo largo del tiempo. Como decía a propósito de la curva IS, dados los objetivos de este artículo, el hecho de que los efectos vayan siendo menores o mayores a lo largo del tiempo no es lo relevante. Lo que importa es que los multiplicadores no son constantes.

La interpretación de la evolución del servicio de la deuda (gráfica 1), a la luz de las gráficas 2 y 3, permite llegar a las siguientes conclusiones:

1. Aunque el déficit efectivo involucra una dimensión temporal más amplia que la del déficit corriente, no puede pasarse por alto el hecho de que el déficit corriente también incorpora los movimientos de *stocks* diferentes a los de la deuda.
2. La constatación de que el servicio de la deuda de los tres niveles de gobierno ha aumentado en forma regular es un indicio de que hay complementariedades intertemporales. La Nación recurre a la deuda para cubrir sus faltantes presupuestales. A su vez, los departamentos y municipios utilizan las transferencias asignadas en el presupuesto como garantía para avalar sus propias deudas. El hecho de que el servicio de la deuda haya aumentado en los tres casos (Nación, departamentos y municipios) desvirtúa la idea, tan popular en estos días, de que los gobiernos regionales son los principales culpables del crecimiento de la deuda.
3. El creciente peso del servicio de la deuda del sector público genera un efecto de bola de nieve que obstaculiza el impacto positivo que los préstamos podrían tener en la actividad económica.⁸

8 La Contraloría describe bastante bien cómo opera este efecto de bola de nieve. "En 1994, aproximadamente 745.223 millones de pesos del total incorporado al presupuesto (1.8 billones de pesos) se canalizaron al pago del servicio de la deuda y, hasta septiembre de 1995, 1.1 billones de 1.4 billones de pesos incorporados al presupuesto (esto es el 81.5%) se dirigieron al pago del servicio de la deuda. Este comportamiento permite observar que el Gobierno Central Nacional en los dos últimos años no mejoró el perfil de la deuda interna. Pues en el corto plazo (un año) a que se encuentra colocada la mayoría de los títulos (forzosos), ha sustituido títulos TES B de tasas de interés y comisiones inferiores, por otros cuya tasa de interés y comisiones han sido superiores. Ejemplo de esto fueron los TES B forzosos colocados en 1993 a una tasa promedio del 18.25%, reemplazados por títulos forzosos colocados en 1994 a una tasa promedio del 25.09%; éstos, a su vez, fueron sustituidos en 1995 por títulos forzosos emitidos a una tasa promedio del 30.49%" [CGR 1995, 25]. La nueva deuda, cada vez más costosa, se utiliza

IMPERFECCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

En Colombia, el mercado de capitales es muy imperfecto. La mayor parte de los bonos emitidos por la Tesorería son adquiridos por instituciones del Estado. En 1993, por ejemplo, la inversión forzosa de las entidades públicas en TES B representó el 96 por ciento de la colocación total; el porcentaje fue de 83.3 por ciento en 1995 [CGR 1995, 20].⁹ Habría, entonces, una baja elasticidad de sustitución entre activos monetarios y financieros (M y B de la ecuación 5). Las operaciones monetario-financieras realizadas por el sector público obedecen a numerosos factores sociales y políticos que frecuentemente no respetan los criterios de la 'ley de ventaja marginal decreciente'.¹⁰

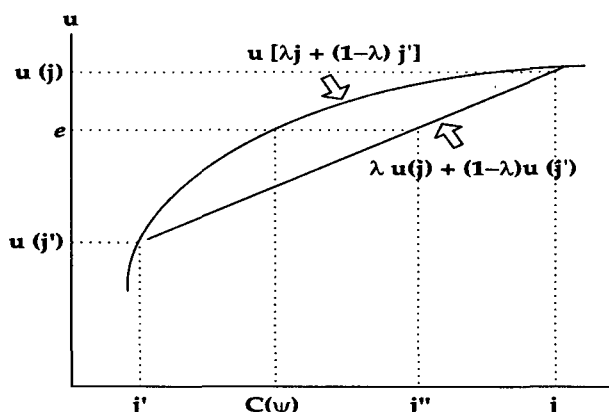
La ventaja marginal de la inversión en cada valor es su rendimiento probable. Debe medirse "no en términos de utilidad subjetiva, sino en términos de *certeza-equivalente*. O sea, la ventaja que representa invertir una libra en el valor Ψ debe definirse como aquel rendimiento que, si fuera esperado con certeza, ofrecería idéntica ganancia en términos de utilidad" [Hicks 1966, 38].

La gráfica 4 refleja la lógica de un agente racional en un mercado de capitales perfecto. El rendimiento esperado (e) de la opción Ψ es j'' . Su certeza equivalente es $C(\Psi)$. La certeza equivalente para una opción Ψ es un rendimiento j , tal que $\phi j \equiv \Psi$. Por su parte, ϕj es la opción que ofrece el rendimiento j con probabilidad uno [Kreps 1990, 83].

para pagar créditos antiguos. La lógica del gobierno, tal y como la describe la Contraloría, se parece mucho a la de Ponzi...

- 9 De acuerdo con las estimaciones de Valenzuela [1995, 24], en 1995 el mercado ficticio (inversión forzosa y convenidos) de los TES representó el 92.5 por ciento. Por consiguiente, sólo una pequeña parte de las transacciones (7.5%) se realiza en lo que sería, *stricto sensu*, un mercado real. Este tipo de imperfecciones no es nuevo; véase CGR [1985, 1986, 1990].
- 10 En el caso de los municipios, por ejemplo, "el punto más importante a resaltar es que los municipios son unos agentes con una racionalidad financiera bastante peculiar y con un alto sesgo cortoplacista, explicado esencialmente por la duración de los alcaldes en su cargo y por la imposibilidad de reelección. Esto tiene como implicación principal que el ordenamiento de las prioridades sea en primera instancia la agilidad en el desembolso de los créditos, segunda, el plazo del período de gracia y, en última instancia, el costo financiero efectivo de los mismos" [Valenzuela 1995, 4].

GRÁFICA 4
AVERSIÓN AL RIESGO Y CERTEZA EQUIVALENTE



El eje vertical representa la utilidad y el horizontal el precio. El rendimiento esperado (e) de la opción Ψ es j'' . Su certeza equivalente es $C(\Psi)$.

Además de la rentabilidad del activo, el inversionista también piensa en los costos de la transacción. En el mundo real no es posible conformar un portafolio con todos los activos porque el costo de las transacciones sería demasiado elevado. El agente económico, particular o gobierno, no puede estar modificando la composición de su portafolio todos los días.

Si el mercado de capitales no es perfecto —piensa Tobin— las interacciones entre la política fiscal y la monetaria se distorsionan. Tobin le da mucha importancia a la incidencia de la política fiscal en la velocidad del dinero. Las mayores tasas de interés y la menor liquidez estimularán la velocidad de circulación del dinero si el mercado de capitales es transparente. Tobin [1972] considera que Friedman no establece en forma adecuada la diferencia entre keynesianos y monetaristas. Friedman se equivoca cuando afirma que la distinción entre ambas escuelas radica en que los primeros suponen que los precios son fijos mientras que los monetaristas suponen que son flexibles. "El carácter distintivo del monetarismo, tanto en las proposiciones como en las prescripciones, no depende de la flexibilidad de precios sino del supuesto de que la velocidad de circulación de la moneda es insensible a la tasa de interés" [Tobin 1972, 852].

No es fácil precisar cuál es la combinación óptima de las políticas monetaria y fiscal, porque el fenómeno que se desea corregir obedece a factores de índole diversa y no siempre detectables. "Generalmente

el banco central no tiene la capacidad para determinar si el aumento o las presiones a la baja de la tasa de interés se deben a la demanda de bienes o a la de moneda" [Tobin 1985, 24]. Los monetaristas insistirán en que el *shock* es causado por la demanda de bienes. En cambio, los keynesianos se inclinarán a pensar que el *shock* proviene de la demanda de dinero.

La gráfica 4 describe la situación ideal, con perfecta información, movilidad de capitales y alta elasticidad de sustitución entre activos financieros, monetarios y reales. En la realidad se presentan numerosas dificultades que impiden que el gobierno decida formar su portafolio de acuerdo con el criterio de la certeza equivalente. Hayek critica la lógica implícita en la gráfica 4 afirmando que la creación de dinero en las sociedades modernas es un proceso que se realiza a través del mercado de crédito y que ello conduce a una permanente distorsión del sistema de precios relativos. Para Hayek, no se trata de entender cómo una economía eficiente puede mantenerse en un estado de equilibrio; lo importante es evaluar de qué manera una economía que parte de una situación caracterizada por la ausencia de coordinación se aproxima a un estado de coordinación [O'Driscoll 1979].

El mercado de bonos es imperfecto en Colombia, entre otras razones porque la prioridad que se da al control monetario supedita el manejo de la deuda pública interna a la consecución de la metas de estabilización. Como las autoridades monetarias no pueden fijar simultáneamente la cantidad de dinero y la tasa de interés, han intentado cambiar la estrategia: en vez de controlar la cantidad de dinero hoy se busca incidir directamente en la tasa de interés. La deuda pública interna ha jugado un papel central en ambas estrategias. Por una parte, la emisión de bonos de Tesorería ha reducido el circulante y ha permitido aplazar los pagos, en función de los objetivos de la autoridad monetaria. Por otra parte, aun bajo la premisa de que el mercado de capitales no es perfecto, la tasa de interés que ofrece la Tesorería es un parámetro de referencia muy importante. En ausencia de un mercado de capitales competitivo, la tasa de interés no refleja el costo de oportunidad de la inversión productiva: es una tasa especulativa alimentada por la política monetaria. No obstante los buenos propósitos del *Salto Social*, en su lucha contra la inflación, el gobierno sigue privilegiando las medidas monetarias. Los esfuerzos para mejorar la productividad y la competitividad son marginales. El enfoque monetario sigue predominando. Y, en este contexto, la deuda interna ha sido un instrumento privilegiado.

El servicio de la deuda de la Nación y de los municipios se aceleró en los años noventa (gráfica 1) porque:

1. La Constitución del 91 restringe el recurso a la emisión.
2. Se ha sustituido deuda externa por deuda interna.
3. Por el efecto de bola de nieve que ya mencioné atrás.
4. Las alternativas de endeudamiento, especialmente en el caso de los municipios, no son las más baratas.
5. El endeudamiento interno se ha utilizado como un mecanismo de esterilización.¹¹ La deuda interna del gobierno central se ha convertido en un instrumento adicional de la estabilización.

A raíz de la apertura cambiaria del 91, la política fiscal ha quedado a merced del vaivén de los capitales internacionales. La política monetaria ha empezado a ejercer una influencia notable en las decisiones fiscales. En cierta forma, los aspectos fiscales se han supeditado a la estabilización monetaria. La política monetaria recibe el primer impacto de la afluencia de capitales y de allí se transmite a lo fiscal. Este predominio de lo monetario se traduce en una elevadísima tasa de interés que, en términos reales, supera el promedio internacional. La desviación de la tasa de interés con respecto a su senda de equilibrio trastorna el mercado de capitales, el cual no puede operar de acuerdo con los cánones ideales de la libre movilidad de capitales y de la perfecta sustitución entre activos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Blejer, Mario y Cheasty, Adrienne. 1992. "Cómo medir el déficit fiscal", *Finanzas y Desarrollo*, septiembre, 40-42.
- Blejer, Mario y Cheasty, Adrienne, editores. 1993. *How to Measure the Fiscal Deficit, Analytical and Methodological Issues*, FMI.
- Blinder, Alan y Solow, Robert. 1973. "Does Fiscal Policy Matter?", *Journal of Public Economics* 2, 4, noviembre, 319-337.
- Blinder, Alan y Solow, Robert. 1974. "The Analytical Foundation of Fiscal Policy", *Economic of Public Finance*, Washington, Brookings Institution.
- Contraloría General de la República, CGR. 1985. "Inversión pública en Colombia: impacto sobre el sector privado", *Informe Financiero*, noviembre.

11 También se ha acudido a las operaciones de mercado abierto y al aumento de las tasas de interés.

- Contraloría General de la República, CGR. 1986. "Evaluación de la Ley 55", *Informe Financiero*, octubre, 71-76.
- Contraloría General de la República, CGR. 1990. "Gestión de la Banca Oficial en la década del ochenta", *Informe Financiero*, enero, 31-43.
- Contraloría General de la República, CGR. 1995. "La Bola de nieve del endeudamiento interno", *Informe Financiero*, diciembre, 15-29.
- González, Jorge. 1994. "El pseudokeynesianismo de Sargent", *Cuadernos de Economía* 21, segundo semestre, 111-142.
- González, Jorge. 1995. "Fragilidad estructural y Plan de Desarrollo", *Cuadernos de Economía* 22, primer semestre, 71-86.
- Hicks, John. 1966. "Las dos tríadas", *Ensayos sobre teoría monetaria*, Ariel, Barcelona, 1975, 15-81.
- Kreps, David. 1990. *A Course in Microeconomic Theory*, Harvester Wheatsheaf, Nueva York.
- O'Driscoll, Gerald. 1979. "Rational Expectations, Politics and Stagflation", Rizzo, Mario, editor. *Time, Uncertainty and Disequilibrium*, Lexington Books, Toronto, 153-176.
- Restrepo, Jorge; Zárate, Juan y Posada, Carlos. 1992. "El déficit público: una perspectiva macroeconómica", *Archivos de Macroeconomía*, documento no. 4, noviembre, DNP, Bogotá.
- Sargent, Thomas. 1987. *Macroeconomic Theory*, Academic Press, Inc., San Diego, California.
- Tobin, James. 1972. "Friedman's Theoretical Framework", *Journal of Political Economy*, 852-853.
- Tobin, James. 1980. *Acumulación de activos y actividad económica*, Alianza Editorial, Madrid.
- Tobin, James. 1982. "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking* 14, 171-204.
- Tobin, James. 1985. "Monetarism: An Ebbing Tide?", *The Economist*, abril 27, 23-26.
- Valenzuela, Luis. 1995. *Realidad del endeudamiento territorial en Colombia*, ponencia presentada en el seminario "Endeudamiento Territorial e Impacto en el Modelo de Descentralización", Bogotá.