

---

# EL "CROWDING OUT" O EFECTO EXPULSIÓN

**LUIS EDUARDO MOLINA**

¿Se ha dado recientemente este efecto en la Economía Colombiana?

## INTRODUCCIÓN

El temido efecto consiste en la disminución de la disponibilidad de crédito para el sector privado y el creciente aumento de la tasa de interés de la economía, como consecuencia de la mayor participación del gobierno en el crédito interno, para financiar el déficit presupuestal originado en un excesivo gasto público.

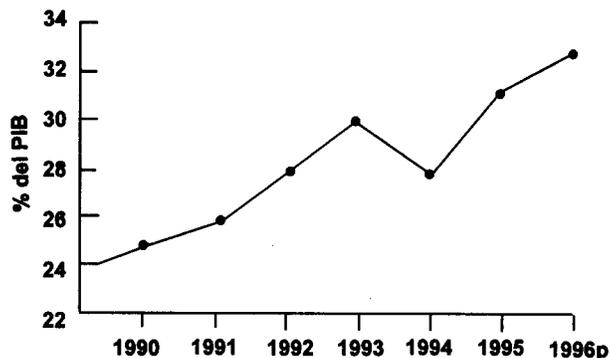
## EL GASTO PÚBLICO

Como se verá, el mayor déficit se encuentra en las finanzas del Gobierno Nacional Central (GNC) y es menos dramática para el conjunto del sector público no financiero. Por esta razón, me centrare en el análisis del primero y en los instrumentos y efectos de su financiamiento.

### Sector Público no Financiero

El sector público no financiero comprende la Administración Pública, es decir, el Gobierno Nacional Central (GNC), el Departamental y el Municipal, las Empresas de la Seguridad Social y los Entes Descentralizados. Si adicionamos a la Administración Pública las empresas públicas no financieras, tendremos el sector público no financiero.

**Gráfico N° 1**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**Gasto como porcentaje del PIB: 1990 - 1996**



Fuente: CONFIS-DNP

Como puede apreciarse en el gráfico N° 1, el gasto del sector público no financiero como porcentaje del PIB es aceleradamente creciente, excepto durante el año 93, llegando a situarse a finales del año 95 a una tercera parte de la Producción Interna Bruta. Sin embargo, el superávit en algunas entidades de la Seguridad Social (ISS) y en algunas empresas públicas no financieras (sector eléctrico) -Cuadro N° 1 hacen que el déficit del sector público no financiero, no muestre cifras muy preocupantes, pues el alto

---

LUIS EDUARDO MOLINA. Profesor Departamento de Economía - Pregrado y Posgrado - Economista de la Universidad de Antioquia. Magister en Administración de Empresas -EAFIT.

déficit del GCN se financia mediante ciertos instrumentos con el superávit de aquellas entidades que lo tienen. Gráfico N°. 2. Más adelante volveré sobre el tema.

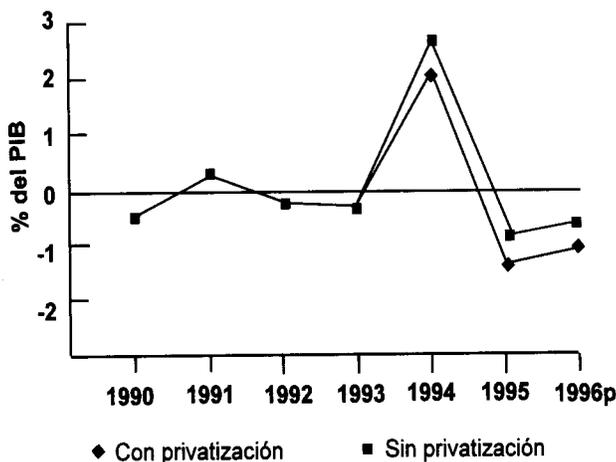
**Cuadro N° 1**  
**Déficit o Superávit por Entidades 1**  
**(Como porcentaje del PIB)**

	<b>GNC</b>	<b>REG. Y LOC.</b>	<b>ECOPE-TROL</b>	<b>SEG. SOC.</b>	<b>ELÉC-TRICO</b>	<b>RESTO2/</b>	<b>TOTAL</b>
1990	-0.9	0.3	0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
1991	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
1992	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.7	0.9	-0.2
1993	-0.9	0.1	-0.3	0.6	0.6	0.1	0.2
1994	-1.7	-0.6	0.1	1.3	0.5	0.4	-0.1
1995	-2.0	0.0	-0.2	2.0	0.4	-0.7	-1.1
1996p	-3.7	0.0	-0.3	1.8	0.4	0.2	-1.6

1/ No incluye privatizaciones

2/ Incluye Carbocol, Telecom, Metro Medellín, Fondo Nacional del Café y Resto de Entidades.

**Gráfico N° 2**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**Déficit o Superávit como porcentaje del PIB:**  
**1990 - 1996 -**

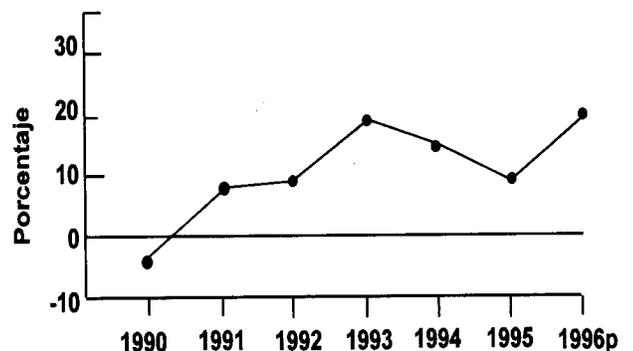


Fuente: CONFIS - DNP

### GASTO DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC)

El GNC comprende la presidencia, los ministros, los departamentos administrativos, las superintendencias.

**Gráfico N° 3**  
**GOBIERNO NACIONAL CENTRAL**  
**Crecimiento Real del Gasto:**  
**1990 - 1996**



Fuente: CONFIS -DNP

El Gráfico N° 3 ilustra, como con excepción de los años 93 y 94 donde el gasto tiene un descenso, con respecto al crecimiento acelerado registrado en los años 90, 92, la tendencia creciente continua en 1995, al parecer se mantendrá por el año en curso. Es importante tener en cuenta que el gasto real es el gasto que resulta después de descontar la tasa de inflación del gasto nominal del respectivo año. Y es tan elevado, que algunos comentaristas han hablado de la "orgía fiscal del Gobierno".

Vale la pena anotar que el gasto real de los años 93 y 94 es inferior al mostrado a finales del 92, pero su nivel es superior a los registrados desde el año 90. Luego se coloca en el 95 a niveles similares al año 92.

### Como se distribuye el gasto del GNC

La mayor parte de los gastos de GNC, aproximadamente dos terceras partes, son destinados al "Funcionamiento" y, de este rubro, el mayor porcentaje, también dos tercios, lo representan las

"transferencias"; que según el exministro Perry, son los principales responsables del déficit del GNC. Los gastos del "servicio de la deuda", le siguen en importancia con aproximadamente el 20% del gasto total y, dentro de éste, el servicio a la deuda interna, con cerca de la mitad, o sea la décima parte del gasto total. Por último, el gasto de "inversión", que por lo menos, en términos de los "pagos de tesorería", es muy similar a lo pagado por el servicio de la "deuda interna", la décima parte del gasto total. Ver cuadro N° 2.

**Cuadro N° 2  
APROPIACIÓN Y EJECUCIÓN  
(Millones de pesos)**

CONCEPTO	APROPIACIONES		ACUERDOS	RESERVAS		PAC	PAGOS TESORERÍA	
	1994*	1995	1994*	1994*	1995**	1995	1994*	1995
<b>Funcionamiento</b>	7.407.140	9438.431	6.964.547	203.401	256.228	7.953.837	6.029.313	7.770.378
Servicios personales	1.697.523	2.139.848	1.614.713	8.770	10.699	2.063.646	1.614.179	2.052.801
Gastos generales	531.277	670.125	423.714	68.579	86.446	524.861	398.981	509.327
Transferencia	5.178.340	6.628.458	4.926.120	126.052	159.083	5.365.33.	4.016.153	5.208.250
<b>Servicios de la deuda</b>	3.037.250	2.616.243	3.100.009	0	0	2.485.791	2.339.544	2.244.958
Interna	1.520.667	1.325.467	1.783.859	0		1.312.291	1.110.244	1.278.728
Externa	1.516.583	1.290.776	1.316.150	0		1.173.500	1.229.300	1.144.230
<b>Inversión</b>	2.065.978	3.103.782	1.270.098	493.614	741.804	1.557.206	960.513	1.384.708
<b>Total</b>	<b>12.510.368</b>	<b>15.158.456</b>	<b>11.334.654</b>	<b>697.015</b>	<b>998.032</b>	<b>11.996.834</b>	<b>9.329.370</b>	<b>11.578.044</b>

**Fuente:** \* Datos definitivos  
 \*\* Estimación CGR, teniendo en cuenta los mismos niveles del año anterior.  
 1994 Informes Financieros CGR  
 PAC 1995 Ministerio de Hacienda y Crédito Público  
 Pagos Tesorería General de la República

### Ingresos del GNC

Los ingresos corrientes representan aproximadamente entre el 61 y 65 % del total de los ingresos del GNC, de éstos, más del 97 % provienen de los diferentes impuestos. Ver cuadro N° 3. Los "recursos de capital" son las fuentes de crédito "interno" y "externo" que el gobierno utiliza para financiar el gasto y representan un poco menos de la tercera parte de los ingresos. Y de estos "recursos de capital", un poco más de la mitad, es el "crédito interno", es decir, los recursos de crédito conseguido al interior del país, suministrado por entidades nacionales de carácter público o privado. Como se puede observar en el mismo cuadro, el año 95 tiene un incremento, entre enero y diciembre respecto al mismo período del año anterior, de más de \$ 459.000 millones, en este rubro. Es obvio que la necesidad de crédito surge cuando los otros ingresos; los "corrientes" y "para fiscales", son insuficientes para cubrir la totalidad de gastos, es decir, para financiar el déficit fiscal.

### Déficit fiscal del GNC

El gráfico N° 4 es revelador: el déficit del GNC, con o sin privatizaciones, es creciente y se sitúa a niveles muy altos con respecto al PIB (3, 65% a finales de 1995); es tan alto que muchos analistas consideran que se convierte en un serio obstáculo para lograr muchas de las metas macroeconómicas como la inflación y es un factor que presiona la tasa de interés al alza. Pero, además, se considera que este déficit puede seguir creciendo

en el futuro por el carácter **estructural** del problema fiscal: "Así se ha generado el problema fiscal Colombiano, que tiene carácter estructural: Los compromisos adquiridos no pueden ser cubiertos con la plata que va entrar. Sino se hace algo, nos dirigimos hacia un desastre". (Rosas, 1996). Este carácter **estructural**, nace de los compromisos surgidos de la Constitución del 91, donde el Gobierno Central debe ceder una parte de sus ingresos corrientes a los Departamentos y Municipios; y de otros compromisos legales como los de la Seguridad Social, el Plan de Desarrollo, y el compromiso del gobierno central de asumir las deudas de entidades descentralizadas como Colpuertos, Ferrocarriles Invias y otras. Además, la necesidad de un endeu-

damiento creciente para atender las necesidades presupuestales va exigiendo más recursos para servir la deuda, con lo cual crece más el gasto y la necesidad de financiamiento. Es un fenómeno muy similar al de la bola de nieve. Un fenómeno de carácter coyuntural que se puede volver estructural". (Rosas, 1996).

"¿En qué consiste el problema? Durante los últimos años, además de las frecuentes reformas tributarias que se han aprobado, el presupuesto nacional viene utilizando más y más recursos de crédito (sobre todo en el mercado interno) para financiar el frenético crecimiento del gasto público que trae el país".

**Cuadro N° 3**  
**INGRESOS BRUTOS (Millones de pesos)**

CONCEPTOS	1994		1995*	
	DIC	EN-DIC	DIC	EN - DIC
<b>I. Ingresos corrientes</b>	707.281	7.098.754	471.724	8.709.388
A Tributarios	693.050	6.886.111	453.515	8.460.372
1. Act. Econ. Interna	522.278	5.060.647	286.749	6.198.000
Renta y complementarios	176.426	2.845.810	225.617	3.562.420
IVA sobre benes internos	309.247	1.792.877	17.846	2.150.514
Imp. a la gasolina y ACPM	35.571	405.857	42.018	472.259
Timbre nacional	169	2.210	0	964
Timbre salida al exterior	607	7.232	727	7.993
5% pasajes aéreos y otros	258	6.661	541	3.850
2. Actividad económica externa	170.772	1.825.464	166.766	2.262.372
Aduanas y recargos	70.853	725.338	64.205	871.013
IVA sobre bienes importados	99.919	1.100.126	102.561	1.391.359
B. No tributarios				
1. Tasa multas y contribuciones	14.231	212.643	17.039	224.819
C. Otros	0	0	1.170	24.197
<b>II. Recursos de capital</b>	181.015	3.802.807	441.078	3.864.756
A. Crédito interno	175.286	1.875.448	103.799	2.335.176
B. Crédito externo	4.835	330.558	285.558	656.770
C. Otros recursos de capital	894	1.596.801	51.721	872.810
<b>III. Rentas para fiscales</b>	68.972	667.017	220.503	754.617
Total ingresos presupuesto nacional	957	268	11.568.578	13.328.761

\* Cifras provisionales. En el acumulado enero-diciembre las cifras sobre renta, iva interno y comercio exterior son definitivas según fecha de corte de la DIAN a 18 de abril de 1995.

1/ No se descuentan los ingresos recibidos en papeles de renta ni las devoluciones efectuadas.

2/ Incluye sanciones y otros pendientes de clasificar.

3/ En 1994 no incluye recursos por recibir que amparan reservas de apropiación.

4/ Incluye venta de activos, superávit fiscal, rendimientos financieros, recuperación, cartera, etc.

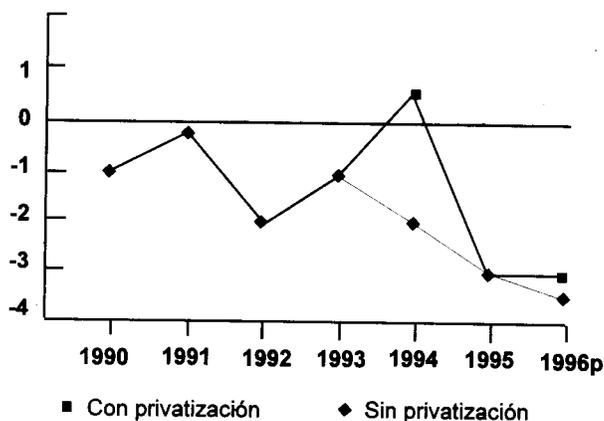
**Fuentes:** Ministerio de Hacienda y Crédito Público, UAE-DIAN, y CGR.

“La acumulación de esta deuda -que se viene contrayendo principalmente a través de papeles de la tesorería TES- está alcanzando niveles inquietantes. El servicio de la deuda copa más del 24 % presupuesto nacional, y el solo pago de interés se devora el 12 % de los ingresos nacionales. Para 1996 una cuarta parte del aumento del gasto público previsto con relación a 1995 se explica por el crecimiento del pago de intereses. Y en el breve lapso de 1990 a 1995 el stock de la deuda pública prácticamente se duplicó, al pasar de representar 4.8 % al 7,2 % del PIB” (1).

## ENDEUDAMIENTO INTERNO DEL GNC Y LOS TES

El Gobierno Central esta utilizando los TES como instrumento para financiar, a nivel interno, sus faltantes. Estos TES son clase A y B. Los primeros sustituyeron la deuda interna de la Nación con el Banco de la República, y los de clase B, son emitidos para reemplazar a los TAN y obtener recursos para financiar las apropiaciones presupuestales y efectuar operaciones temporales de tesorería del Gobierno Nacional.

**Gráfico Nº 4**  
**GOBIERNO NACIONAL CENTRAL**  
**Déficit o superávit como porcentaje del PIB:**  
**1990 - 1996**



Fuente: CONFIS - DNP

### Algunas características de los TES clase B

La emisiones son colocadas forzosamente entre los establecimientos públicos, que deben invertir hasta el 100 % de sus excedentes durante su período máximo de un año (decreto 1013 de 1995). También

(1) Restrepo Juan Camilo. “Roto Fiscal y Altos Intereses, ¡Qué Calvario!”. “El Espectador”. Abril 7 de 1996.

hay emisiones anteriores al 95 a 15 años. Las Empresas Industriales y Comerciales del Estado también deben ofrecer sus excedentes de liquidez, en primera instancia y a cambio de TES, al Gobierno Nacional.

**El déficit del GNC, con o sin privatizaciones, es creciente y se sitúa a niveles muy altos con respecto al PIB (3, 65% a finales de 1995); es tan alto que muchos analistas consideran que se convierte en un serio obstáculo para lograr muchas de las metas macroeconómicas como la inflación y es un factor que presiona la tasa de interés al alza.**

Los TES clase B, también se ofrecen a inversionistas particulares mediante subastas -cuadro Nº 4 -, a las tasa que fije el mercado según su oferta y demanda; las tasas de emisión forzosa, son ligeramente inferiores a las del mercado.

Otra característica muy importante, desde el punto de vista del objetivo de este artículo, es que los TES B son a la orden y libremente negociables en el mercado de capitales. Cuando se ofrecen entran a competir con los ofrecidos por el sector privado y dada la típica estrechez del mercado de capitales colombiano, es muy probable que las tasas de interés se incrementen, dependiendo de las condiciones del mercado en el momento de la oferta y de la magnitud de ésta.

Como se puede apreciar en el cuadro Nº 4, si restamos del saldo total, los TES clase A, nos resulta que los TES clase B en circulación son 2 billones 850.000 millones de pesos, suma bastante apreciable que representa el 3,8 % del PIB en 1995, y que han sido emitidos, casi en su totalidad, durante los últimos tres años.

“La incorporación de los recursos TES B al presupuesto se ha dado en forma paralela a las colocaciones, es decir gradual y ascendente. De participar con el 13.9 por ciento del total de los recursos del Presupuesto del Gobierno Central Nacional en 1993, pasaron al 17.1 por ciento en 1995. La participación como proporción del PIB fue del 2,5 % en 1993, y 3.8 por ciento en 1995”. (Contraloría General de la República, 1995).

**Cuadro 4**  
**EVOLUCIÓN DE LOS TÍTULOS DE TESORERÍA TES B**  
**1991 - 1995\***

DESCRIPCIÓN	DECRETOS	AÑO	EMISIÓN AUTORIZADO	CLASE DE TES	SALDO DE CIRCULACIÓN
Primera emisión	1064.1664	1991	364.000	B	n.d
Segunda emisión	259.2568	1993	1.282.438	B	n.d
Tercera emisión	109	1994	1.200.000	B	n.d
Tercera emisión	109	1994	180.000	B	0
Cuarta emisión	1297-109	1994	300.000	B	n.d
Quinta emisión			517.000	A	490.594
Sexra emisión	2868	1994	30.000	B	n.d
Séptima emisión	163	1995	2.100.000	B	1.842.717
TOTAL					3.340.916
* Cifras de septiembre					

Fuente: Banco de la República, CGR

Este déficit puede seguir creciendo en el futuro por el carácter **estructural** del problema fiscal: "Así se ha generado el problema fiscal Colombiano. Los compromisos adquiridos no pueden ser cubiertos con la plata que va entrar. Sino se hace algo, nos dirigimos hacia un desastre". Este déficit puede seguir creciendo en el futuro por el carácter **estructural** del problema fiscal: "Así se ha generado el problema fiscal Colombiano. Los compromisos adquiridos no pueden ser cubiertos con la plata que va entrar. Sino se hace algo, nos dirigimos hacia un desastre".

#### Importancia de los TES clase B

Como lo afirma la Contraloría General de la República (CGR), "el éxito de las colocaciones de los TES B

durante este período ha sido tal, que la obtención de recursos mediante este mecanismo, ha llegado a ser equivalente al aporte del IVA de bienes internos en el Presupuesto del Gobierno Central Nacional. Así mismo, las colocaciones de 1993 en cifras corrientes, igualaron las captaciones realizadas por medio de los títulos de ahorro nacional (TAN) durante todo el período de existencia de esos títulos". Y agrega: "La dinámica creciente de los TES también puede apreciarse por su comportamiento dentro de la estructura del total de los activos financieros del país. En 1993 los TES participaron con el 8.6 por ciento, en 1994 con 12.1 por ciento y en los nueve primeros meses de 1995 con el 10.6 por ciento de dichos activos. En la clasificación interna de los activos financieros, en 1993 el saldo total de colocaciones TES fue casi equivalente a las de los títulos de participación de ese año, y en 1994 y 1995, al total de los depósitos de ahorro de los bancos". (Contraloría General de la República. 1995) pero, además, el ISS es el mayor inversionista en TES. Allí ha tenido que colocar sus voluminosos excedentes "temporales" y a tasas inferiores a las del mercado.

Sin embargo, sostiene la CGR en el artículo citado que: "La explicación de esa distorsión radica en parte en el reducido tamaño del mercado de capitales doméstico, donde sólo la Dirección General del Tesoro y el Banco de la República están en capacidad de ofrecer a los inversionistas públicos o particulares papeles seguros, esto es, con cero riesgo, a corto plazo, de liquidez inmediata y sin lucro cesante". En

estas condiciones, el financiamiento neto del Gobierno Central a través de este instrumento fue \$ 692.376' para 1993, 1 billón 092.491 millones para el 94 y 1 billón 249.751 millones para el 95 (primeros 9 meses), según la CGR.

**“La acumulación de esta deuda -que se viene contrayendo principalmente a través de papeles de la tesorería TES- está alcanzado niveles inquietantes. El servicio de la deuda copa más del 24% presupuesto nacional, y el sólo pago de interés se devora el 12% de los ingresos nacionales.**

### **Algunos efectos**

Si bien es cierto que no es responsabilidad del Gobierno Nacional que los recursos del ISS provenientes del IVM (invalidez, vejez y muerte) y los ATEP (accidentes de trabajo, enfermedad profesional) deban ser invertidos en títulos de deuda pública, TES clase B, pues la Ley 100 de 1993 así lo prescribe, -en otros países estos fondos son manejados por el sector financiero privado-, también es cierto que el Gobierno maneja otros mecanismos para colocar TES, como son las subastas a los inversionistas privados y la obligación que tienen las Empresas Industriales y Comerciales del Estado de ofrecer sus excedentes de liquidez en primera instancia a éste. Recuérdese que estas Empresas Industriales y Comerciales del Estado, ante dificultades de liquidez y antes que los TES se vendan, pueden ser negociados en el mercado de capitales.

Por estas razones los TES significan:

1. Unos fondos muy importantes dentro de la estructura financiera del país; 8.6%, 12.1% y 10.6% del total de activos financieros para 1993, 94 y 95 respectivamente, con sumas de dinero que van desde un billón trescientos siete mil millones en el 93, hasta 2 billones quinientos cincuenta y tres mil millones para los primeros nueve meses del 95.
2. Por la razón anterior, los TES reducen el potencial que podría tener el mercado de capitales, que para muchos es muy pequeño en Colombia. Esto

es válido en el caso de los excedentes del ISS. Pero en el caso de las subastas, o de las Empresas Industriales y Comerciales del Estado, que en búsqueda de liquidez, venden los TES en el mercado, es obviamente una **reducción o estrechez** de las posibilidades de crédito del sector privado con su consecuente efecto sobre el alza de las tasas de interés y la posibilidad de menor inversión (privada). Este es el efecto expulsión. Pero la situación sería más grave aún, para el financiamiento del sector privado y el alza en las tasas de interés, si ante el creciente gasto público se presenta un debilitamiento de la liquidez del ISS -se prevé para el 98- y de las otras entidades oficiales superavitarias y el gobierno recurra al crédito interno mediante la subasta del TES B. Como lo señala el Senador Juan Camilo Restrepo, en el artículo de prensa antes citado. “El monto que representa el pago de intereses sobre la deuda interna a pasado del 0.32% del PIB en 1990 al 1.7% en 1996. Este es un incremento espectacular en el gasto público, superior inclusive al que se ha efectuado por las transferencias a las entidades territoriales decretadas por la Constitución de 1991”.

“Como bien lo señala la comisión, (cuadro No. 5) se trata de un esquema de financiación del gasto público “insostenible” en el mediano plazo, por las siguientes razones: primero, por que las cuantías del ahorro nacional que está acaparando el financiamiento presupuestal son de tal magnitud que es una política llamada inexorablemente a entrar en conflicto con el propósito de reducir las tasas de interés. La demanda de recursos por parte del Gobierno es ya - y continuará siendo en el futuro- un factor de presión alcista en la estructura de costos del dinero”.

### **Tasas de interés**

Como puede apreciarse en la tasa de DTF, ésta presenta una tendencia creciente, aunque con fluctuaciones, es decir, la evolución en algunos meses de la tasa es inferior a otros que le preceden. Una de las razones, radica en que la demanda de dinero es estacional: Crece mucho ó poco, por encima o por debajo de lo normal, en ciertas épocas del año. Por ejemplo, en noviembre y diciembre es tradicionalmente alta y en enero baja, lo cual afecta la tasa de interés de estos meses. Sin embargo se pueden observar incrementos muy importantes en la tasa hasta del 55.2%, entre el valor más bajo, 25% en febrero del 94, y el más alto 38.8% en noviembre del mismo año. Un comportamiento similar se observa en las otras tasas como la activa y la interbancaria.

**Cuadro Nº 5**  
**PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS**  
**(Millones de pesos)**

CONCEPTOS	1993	%	Tasa interés promedia	1994	%	Tasa interés promedia	1995	%
Sistema financiero	12.127	79,9		17.422	82,9		20.374	84,9
Depósito de ahorro bancos	2.210	14,6		2.530	12,0		3.021	12,6
Depósito ahorro corfinancieras	0	0,0		5	0,0		2	0,0
Certificado de depósito a término	2.827	18,6		4.553	21,7		5.503	22,9
Depositos de Corp. de ahorro y vivienda	4.430	29,2		6.356	30,2		7.547	31,5
CDT compañías de financiamiento comercial	1.021	6,7		1.687	8,0		1.746	7,3
Organismos cooperativos de orden superior	131	0,9		178	0,8		23	0,1
certificados eléctricos valorizables	65	0,4		66	0,3		155	0,6
TER	131	0,9		85	0,4		57	0,2
Acreedores fiduciarios	360	2,4		473	2,3		1.096	4,6
Aceptaciones bancariass	221	1,5		289	1,4		244	1,0
Cédulas del BCH	308	2,0		527	2,5		301	1,3
Bonos de bancos	74	0,5		227	1,1		197	0,8
Bonos de circulación de corfinancieras	349	2,3		446	2,1		482	2,0
Títulos del Banco de la República	1.735	11,4		1.063	5,1		1.064	4,4
De Participación	1.372	9,0	26,24	994	4,7	29,32	1.043	4,3
Canjeables	26	0,2		1,0	0,0		19	0,1
Certificados de cambio	338	2,2		0,3			2	15
Títulos del Gobierno Nacional	1.307	8,6		2.537	12,1		2.553	10,6
Título de tesorería TES	1.307	8,6		2.537	12,1		2.553	10,6
TOTAL	15.169	100,0		21.022	100,0		23.991	100,0

**Fuente:** Banco de la República y entidades del sistema financiero

Pero este comportamiento de las tasas de interés no debe atribuírsele únicamente al excesivo gasto público, a su mecanismo de financiación, los TES. Otros factores tienen una incidencia directa muy importante sobre el crecimiento de las tasas: El llamado "Apretón monetario" y la baja en el **ahorro privado**. El llamado "Apretón monetario" es la política monetaria restrictiva del Banco de la República, practicada desde mediados del 94, hasta hoy, y que busca bajar la demanda agregada de la economía - que venía superando en mucho a la oferta agregada - y poder lograr las metas de inflación que se ha propuesto para cada año.

"El Exministro de Hacienda, Guillermo Perry y el Gerente del Banco de la República, Miguel Urrutia

Montoya, comenzaron a reconocer que se les pudo ir la mano con el apretón monetario que se aplicó desde el segundo semestre de 1994. (La República. 1996). Pero más aún, César González Muñoz, Presidente de la Asobancaria, afirma: "Pero creo que la razón principal por la cual nuestra economía llegó a la situación actual, es la política monetaria de los últimos 24 meses, que ha conducido al mantenimiento de tasas de interés muy altas". (La República. 1996). La reducción del **ahorro privado** también ha sido muy importante y su efecto en las tasas también. La razón es que menos ahorro, es menos oferta de fondos prestables y ante un crecimiento grande - como el que se presentó durante los años en cuestión - en la demanda de éstos, es apenas obvio su efecto sobre las tasas de interés.

**Cuadro N° 6**  
**TASAS DE INTERÉS, INFLACIÓN Y DEVALUACIÓN**  
**(Porcentajes)**

		<b>TBS 3 meses</b>	<b>DTF</b>	<b>Activa Total</b>	<b>Inteb Promedio</b>
1993			26,0	35,8	20,5
1994	Enero		26,1	36,1	18,6
	Febrero		25,0	36,5	18,3
	Marzo		25,5	37,1	19,2
	Abril		25,5	37,9	20,1
	Mayo		26,3	38,6	19,8
	Junio		28,9	39,9	33,3
	Julio		29,4	40,9	23,6
	Agosto		31,4	41,8	28,0
	Septiembre		31,6	42,4	18,0
	Octubre		32,7	42,6	28,3
	Noviembre		38,8	45,0	24,6
	Diciembre		38,7	46,6	33,7
1995	Enero		32,6	44,1	21,4
	Febrero		36,1	45,3	33,4
	Marzo	34,6	35,3	45,2	18,6
	Abril	34,7	35,7	45,7	29,9
	Mayo	34,7	35,1	46,8	19,5
	Junio	33,5	33,2	43,2	20,0
	Julio	29,8	29,8	39,1	17,1
	Agosto	28,8	29,1	40,2	18,4
	Septiembre	29,6	30,4	40,4	20,3
	Octubre	28,7	29,5	39,2	14,5
	Noviembre	29,0	29,8	40,0	21,9
	Diciembre	31,7	33,4	44,0	33,3

1/Tasa de interés de aceptaciones bancarias. 2/ Corrección monetaria

Fuente: Superbancaria, Banco de la República. Bermúdez y Valenzuela, DANE y FMI.

Guía empresarial ANIF. Enero - marzo de 1996

## RESUMEN

¿Cuál de estos factores es el que más ha afectado las tasas.- Los TES, el "apretón monetario" o el bajo ahorro?. No se sabe hasta que un estudio económico lo establezca. Lo más seguro es que todos han tenido su responsabilidad. Pero cada cual le asigna un peso a cada factor de acuerdo con sus intereses: Para el Banco de la República es el excesivo gasto público; para el Gobierno es el apretón monetario.

## BIBLIOGRAFÍA

Rosas Vega, Gabriel. "El Roto Fiscal y altos intereses, ¡Qué calvario!". El Espectador. Abril 7 de 1996.

Contraloría General de la República. "La bola de nieve del endeudamiento interno". En Informe Financiero. Diciembre de 1995.

La República, 19 de abril de 1996.

La República, 2 de mayo de 1996.

Ocampo, José Antonio. "Introducción a la macroeconomía colombiana". 3a. edición Santafé de Bogotá. Tercer Mundo Editores. 1994.

Dornbusch, Rudiger y Fischer Stanley. "Macroeconomía". 6a. edición. Santafé de Bogotá: McGraw-Hill. 1994.