

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

30

**ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES: SUS
CAUSAS Y EFECTOS EN EL CASO DE COLOMBIA**

**Roberto Steiner
Andrés Escobar**



NACIONES UNIDAS

**PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES: SUS
CAUSAS Y EFECTOS EN EL CASO DE COLOMBIA**

**Roberto Steiner
Andrés Escobar**



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

Santiago de Chile, junio de 1995

LC/L.901
Junio de 1995

Este trabajo fue preparado por el consultor señor Roberto Steiner y como coautor el señor Andrés Escobar. La edición técnica estuvo a cargo de la señora Raquel Szalachman, Experta en Asuntos Económicos de la Unidad de Financiamiento y del Proyecto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo". Las opiniones expresadas en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de propia responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
RESUMEN	5
I. BALANZA DE PAGOS Y FLUJOS DE CAPITAL	7
A. ANTECEDENTES	7
B. POLÍTICA CAMBIARIA Y REFORMAS ESTRUCTURALES A PARTIR DE 1989	7
1. La política cambiaria	10
2. Las reformas estructurales	10
C. BALANZA DE PAGOS 1990-1994	14
1. Cuenta corriente	14
2. Cuenta de capital 1990-1994	17
II. POLÍTICA ECONÓMICA Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES	27
III. CONCLUSIÓN	35
Notas	35
BIBLIOGRAFÍA	37
Anexo I - CERTIFICADO DE CAMBIO	39
Anexo II - DETERMINANTES DEL ITCR	41
CUADROS Y GRÁFICOS	
Cuadro 1: Balanza de pagos	8
Cuadro 2: Flujos de capital especulativos hacia Colombia	16
Cuadro 3: Inversión extranjera directa neta	18
Cuadro 4: Flujos de IEC	19
Cuadro 5: Características de las colocaciones de bonos del gobierno nacional	21
Cuadro 6: Fondos de inversión extranjera de portafolio	22

	<i>Página</i>
Cuadro 7: Distribución sectorial de las inversiones de los FIEP	23
Cuadro 8: Saldos de deuda externa	24
Cuadro 9: Protección arancelaria nominal	30
Cuadro 10: Tasa de crecimiento real de los gastos efectivos del gobierno nacional central	31
Cuadro 11: Superávit (+) o déficit (-) del sector público no financiero	32
Cuadro 12: Reservas internacionales y ahorro doméstico	33
Gráfico 1: Reservas internacionales	9
Gráfico 2: Precio internacional café colombiano	11
Gráfico 3: Índice de tasa de cambio real	12
Gráfico 4: Tasas de interés	28
Gráfico 5: Tasas de interés internacionales	29

RESUMEN

Al igual que diversos otros países de la región, durante los últimos cinco años, Colombia ha registrado un continuo superávit en su balanza de pagos. Mientras que en otras naciones ello ha sido el resultado de un balance positivo en la cuenta de capitales más allá del nivel necesario para financiar los importantes desbalances en cuenta corriente, el caso colombiano es particularmente interesante por cuanto en los primeros años la acumulación de reservas internacionales fue, en esencia, producto de un favorable balance comercial.

Si bien algunas implicaciones macroeconómicas de la acumulación de reservas se mantienen independientemente del origen de las mismas —en particular, la presión cambiaria y la necesidad de esterilización monetaria por parte del Banco Central—, otras son marcadamente diferentes. En especial, el exceso de gasto sobre ingreso doméstico que caracterizó a los principales países receptores de capitales desde el inicio de esta nueva coyuntura, en el caso colombiano sólo se manifestó a partir de 1992, y se hizo notoriamente fuerte en 1993.

El episodio reciente de afluencia de capitales a Latinoamérica se explica por la presencia de factores externos vinculados al deterioro en las posibilidades de inversión en los países desarrollados, Calvo *et al.* (1993), y por causas internas relacionadas con la puesta en práctica de profundos procesos de reforma estructural, juzgados como creíbles y sostenibles por parte del sector privado doméstico y extranjero (Blejer, 1992). El caso colombiano sólo se puede entender cabalmente si a las anteriores consideraciones se le agrega el manejo cambiario que se dio al inicio del proceso de liberalización comercial.

El presente trabajo describe y analiza el origen de la reciente acumulación de reservas internacionales, explica los principales elementos del manejo macroeconómico que ha sido implantado en su presencia y entrega recomendaciones de política para asegurar que las entradas de capital tomen la forma de recursos estables de largo plazo, que coadyuven al crecimiento económico.

I. BALANZA DE PAGOS Y FLUJOS DE CAPITAL

A. ANTECEDENTES

Aunque en menor medida que el resto de países de la región, Colombia también vio adversamente afectado su acceso al crédito internacional durante la turbulenta década de los ochenta. Así, a partir de 1982 se inició un proceso de pérdida de reservas internacionales que llevó al país a contar sólo con las suficientes para cubrir menos de cuatro meses de importaciones de bienes y servicios en 1984 y 1985. (Véase el cuadro 1.)

El anterior comportamiento fue el resultado de una cuenta corriente deficitaria que no alcanzó a ser compensada por las entradas de capital. Además del saldo negativo de la balanza de bienes hasta 1984, la de servicios entró en un período de crecientes déficit. Los flujos por transferencias, que aumentaron ligeramente hasta 1984, no constituyeron una fuente de recursos suficiente para corregir el desequilibrio comercial y de servicios.

A partir de 1985, la situación cambió. Gracias al repunte de los precios del café y al programa de estabilización que incluyó una importante corrección de la sobrevaluación cambiaria, la balanza de bienes pasó a arrojar saldos positivos importantes. Sin embargo, la dinámica de la balanza de servicios impidió que se lograra registrar un superávit corriente, con excepción de 1986.

La cuenta de capital arrojó saldos positivos durante toda la década, salvo en 1987. Dicho comportamiento estuvo determinado por la evolución del "capital de largo plazo", cuyo saldo se concentró en dos flujos: la inversión extranjera directa y el endeudamiento externo. Este último se comportó de acuerdo con las necesidades de financiamiento del sector público. Tanto el Gobierno Nacional como el Banco de la República aumentaron sus saldos de deuda externa de manera importante, por lo menos hasta 1988. El sector privado, por su parte, tuvo una importancia menor en la determinación de los mismos. Este hecho se debió en parte al régimen de control de cambios vigente hasta 1991, que limitó el acceso de los particulares al mercado financiero internacional.¹

B. POLÍTICA CAMBIARIA Y REFORMAS ESTRUCTURALES A PARTIR DE 1989

Uno de los fenómenos más sobresalientes de la economía colombiana en lo corrido de esta década ha sido el espectacular ritmo de acumulación de reservas internacionales. Creciendo a tasas anuales que llegaron a superar el 50% anual en dólares, las mismas pasaron de US\$ 3.9 billones en enero de 1990 a US\$ 8 billones en agosto del presente año. (Véase el gráfico 1.)

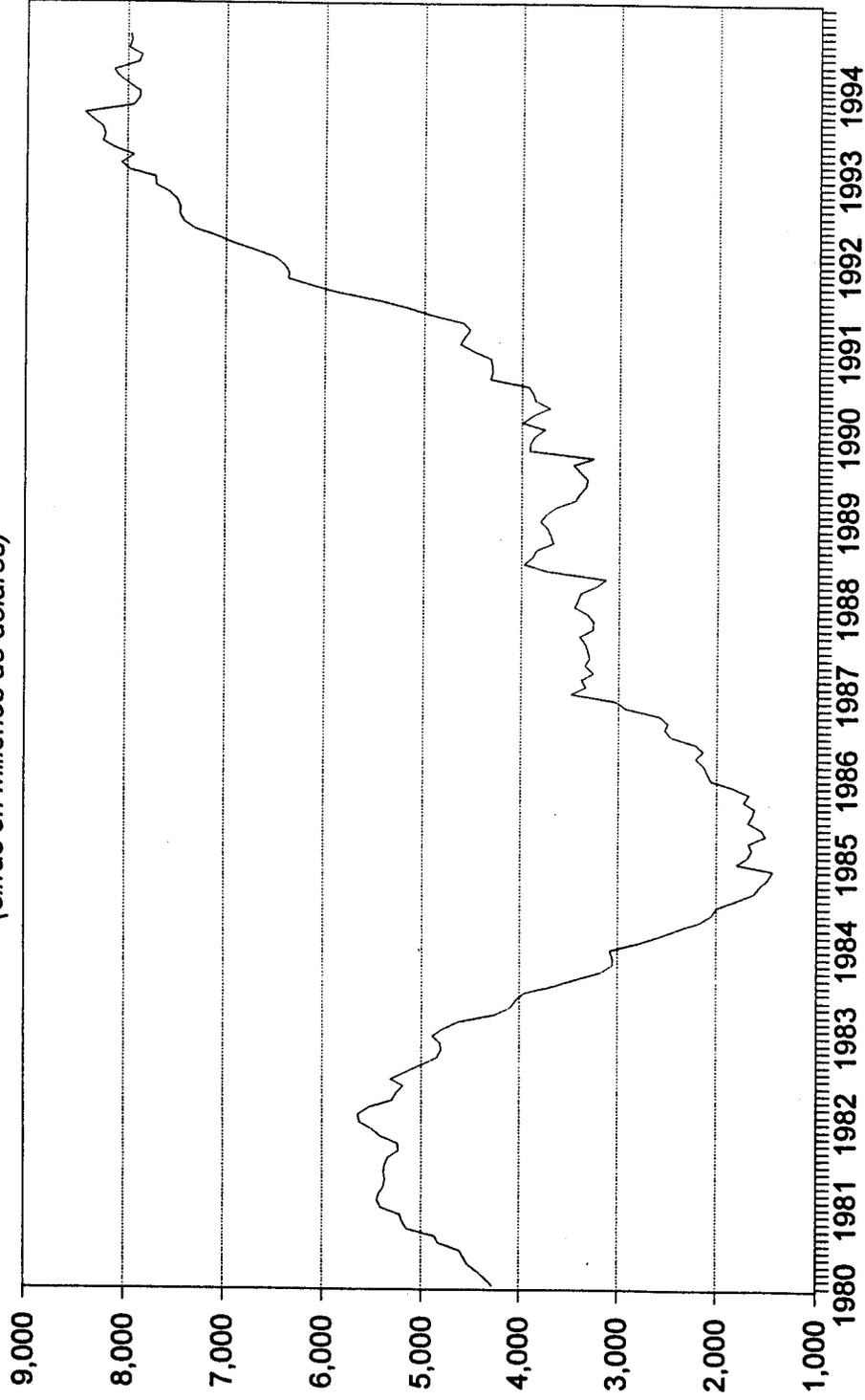
Tanto el origen como los efectos de dicha acumulación han sido analizados en diversos trabajos. Quizás el debate más importante ha girado en torno a si la acumulación de reservas durante 1990-1992 se debió principalmente a entradas de capital especulativo encubiertas en transacciones corrientes o a ingresos producto de operaciones efectivas de comercio internacional.

Cuadro 1
BALANZA DE PAGOS
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
												Prel.	Prel.	Prel.	Proy.
I. CUENTA CORRIENTE	104	(1.722)	(2.885)	(2.826)	(2.088)	(1.586)	464	(19)	(215)	(200)	566	2.343	922	(2.081)	(3.037)
A. Bienes	13	(1.333)	(2.076)	(1.317)	(404)	109	1.923	1.461	828	1.476	1.971	2.959	1.234	(1.657)	(2.551)
1. Exportaciones FOB	4.296	3.397	3.282	3.147	3.623	3.782	5.332	5.255	5.343	6.033	7.079	7.507	7.263	7.429	8.545
2. Importaciones FOB	4.283	4.730	5.358	4.464	4.027	3.673	3.409	3.794	4.515	4.557	5.108	4.548	6.029	9.086	11.096
B. Servicios	(74)	(631)	(978)	(1.673)	(1.983)	(2.156)	(2.244)	(2.481)	(2.007)	(2.575)	(2.432)	(2.313)	(2.046)	(1.562)	(1.328)
1. Ingresos	1.945	1.928	2.013	1.183	1.104	1.068	1.364	1.361	1.665	1.578	1.947	1.984	2.432	3.085	4.069
2. Egresos	2.019	2.559	2.991	2.856	3.087	3.224	3.608	3.842	3.672	4.153	4.379	4.297	4.478	4.646	5.397
C. Transferencias	165	242	169	164	299	461	785	1.001	964	899	1.027	1.697	1.734	1.138	843
II. CUENTA DE CAPITAL	1.137	1.964	2.184	1.103	827	1.869	1.002	(2)	574	364	59	(467)	246	2.287	3.134
A. Capital de largo plazo	855	1.611	1.620	1.528	1.822	2.355	2.632	185	833	655	277	145	165	905	3.853
1. Inversión directa neta	51	228	337	514	561	1.015	562	287	158	547	484	433	675	550	1.096
2. Inversión de cartera neta	(3)	(2)	(7)	(2)	(3)	(1)	31	48	0	179	(4)	81	125	542	1.003
3. Endeudamiento externo neta	807	1.385	1.290	1.016	1.264	1.341	2.039	(150)	675	(71)	(203)	(369)	(635)	(187)	1.754
Sector público	750	982	960	943	1.217	1.148	1.850	(91)	620	224	(27)	(359)	(678)	(992)	(820)
Sector privado	57	403	330	73	47	193	189	(59)	55	(295)	(176)	(10)	43	805	2.574
B. Capital de corto plazo	130	399	615	(92)	(878)	(130)	(1.551)	(195)	104	(175)	(198)	(926)	(160)	1.003	(656)
1. Endeudamiento externo neta	222	421	638	(86)	(622)	6	(1.569)	101	420	(80)	(178)	(404)	486	1.029	547
Sector público	(83)	165	306	202	(198)	252	(1.025)	(93)	85	129	(60)	(41)	30	(69)	(72)
Sector privado	305	256	332	(288)	(424)	(246)	(544)	194	335	(209)	(119)	(363)	456	1.098	619
2. Activos en el exterior	(92)	(22)	(23)	(6)	(256)	(136)	18	(296)	(316)	(95)	(19)	(522)	(646)	(26)	(1.203)
C. Otros*	152	(46)	(51)	(333)	(117)	(356)	(79)	8	(363)	(116)	(20)	314	241	379	(63)
III. VARIACION EN RESERVAS BRUTAS	1.241	242	(701)	(1.723)	(1.261)	283	1.466	(21)	359	164	625	1.876	1.168	207	97
IV. SALDO EN RESERVAS BRUTAS	5.262	5.504	4.803	3.080	1.819	2.102	3.568	3.547	3.906	4.070	4.696	6.572	7.740	7.946	8.043

* Incluye los rubros Aportes a Organismos Internacionales, Activos en el Exterior y las partidas Errores y Omisiones y Contrapartidas.
Fuente: Banco de la República y Cálculos de los Autores.

GRÁFICO 1
RESERVAS INTERNACIONALES
(cifras en millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Por lo menos dos elementos son fundamentales para entender el reciente proceso de acumulación de reservas: la política cambiaria de 1989-1990 y el paquete de reformas estructurales implantado a partir de dicho año.

1. La política cambiaria

En 1989 se inició un programa de desgravación arancelaria cuyo objetivo era aumentar el volumen de comercio y liderar el proceso de modernización de la economía. Se empezaba a poner fin a más de una década de protección a la producción doméstica. En dicho año, la solidez del sector externo se vio afectada por el rompimiento del Pacto Internacional del Café, acuerdo de cuotas de exportación mediante el cual se mantenía artificialmente elevada la cotización internacional del grano. La libre exportación redujo drásticamente los precios: mientras que, en enero de 1989, el café colombiano se vendió a US\$ 1.64 por libra, en diciembre la cotización llegó a tan solo US\$ 0.77 por libra. (Véase el gráfico 2.)

Dada la importancia del café como producto de exportación² y temiendo un deterioro significativo de la balanza de pagos, el Gobierno decidió acelerar el ritmo de devaluación del peso. El resultado de esta política fue un aumento de la tasa de cambio real (ITCR) durante todo 1989. (Véase el gráfico 3.)³ En dicho año se propició una devaluación real del 12%. El elevado nivel de la tasa de cambio real tuvo un efecto bastante favorable sobre el balance comercial y pudo haber estimulado entradas especulativas de capital, en la medida en que algunos agentes quizás percibieron como insostenible un nivel tan depreciado de tasa de cambio y procedieron a especular en favor de una eventual apreciación del peso.⁴

2. Las reformas estructurales

La nueva administración, que asumió en agosto de 1990, decidió adoptar un ambicioso paquete de reformas estructurales en los campos comercial, laboral, financiero, de seguridad social, tributario, cambiario y de justicia. Las principales reformas relacionadas con el tema que nos ocupa fueron las siguientes:⁵

a) *Comercial*

Al comienzo del año 1989, la estructura arancelaria colombiana era claramente proteccionista: el 55% de las posiciones se encontraba bajo el régimen de licencia previa y el arancel promedio era del 44%. En diciembre de ese año se decidió iniciar una desgravación del comercio exterior, compromiso que quedó incorporado en los objetivos de la nueva administración que asumió el poder en agosto de 1990. Con este propósito, se diseñó un cronograma de reducción de aranceles a cuatro años, el cual por motivos que se explicarán más adelante se aceleró sustancialmente en 1991. Así, en marzo de 1992, se contaba con un arancel promedio del 11.7% y se había eliminado por completo la figura de la licencia previa.

GRÁFICO 2
PRECIO INTERNACIONAL CAFE COLOMBIANO
Reintegro Mínimo Cafetero + Gastos de X

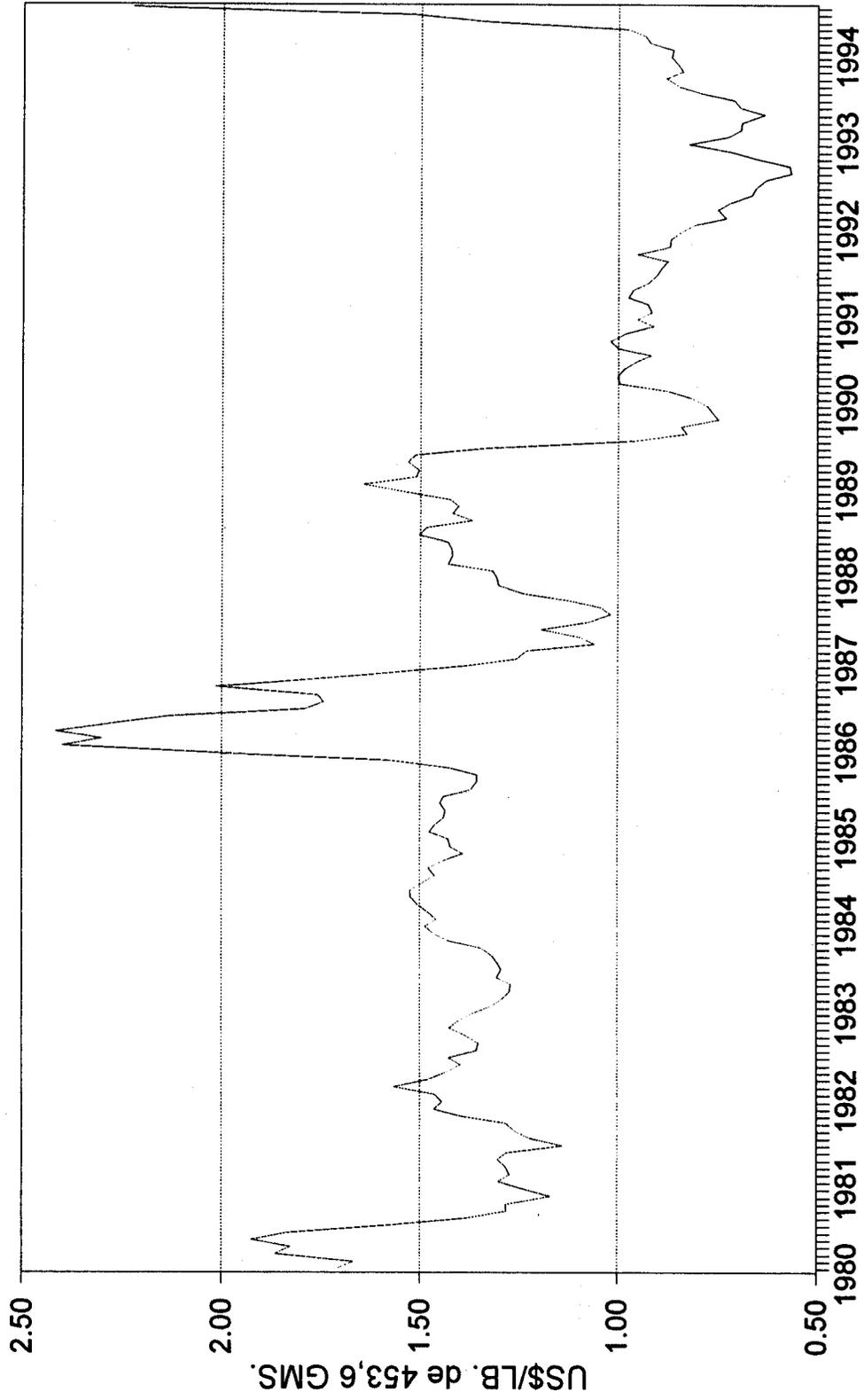
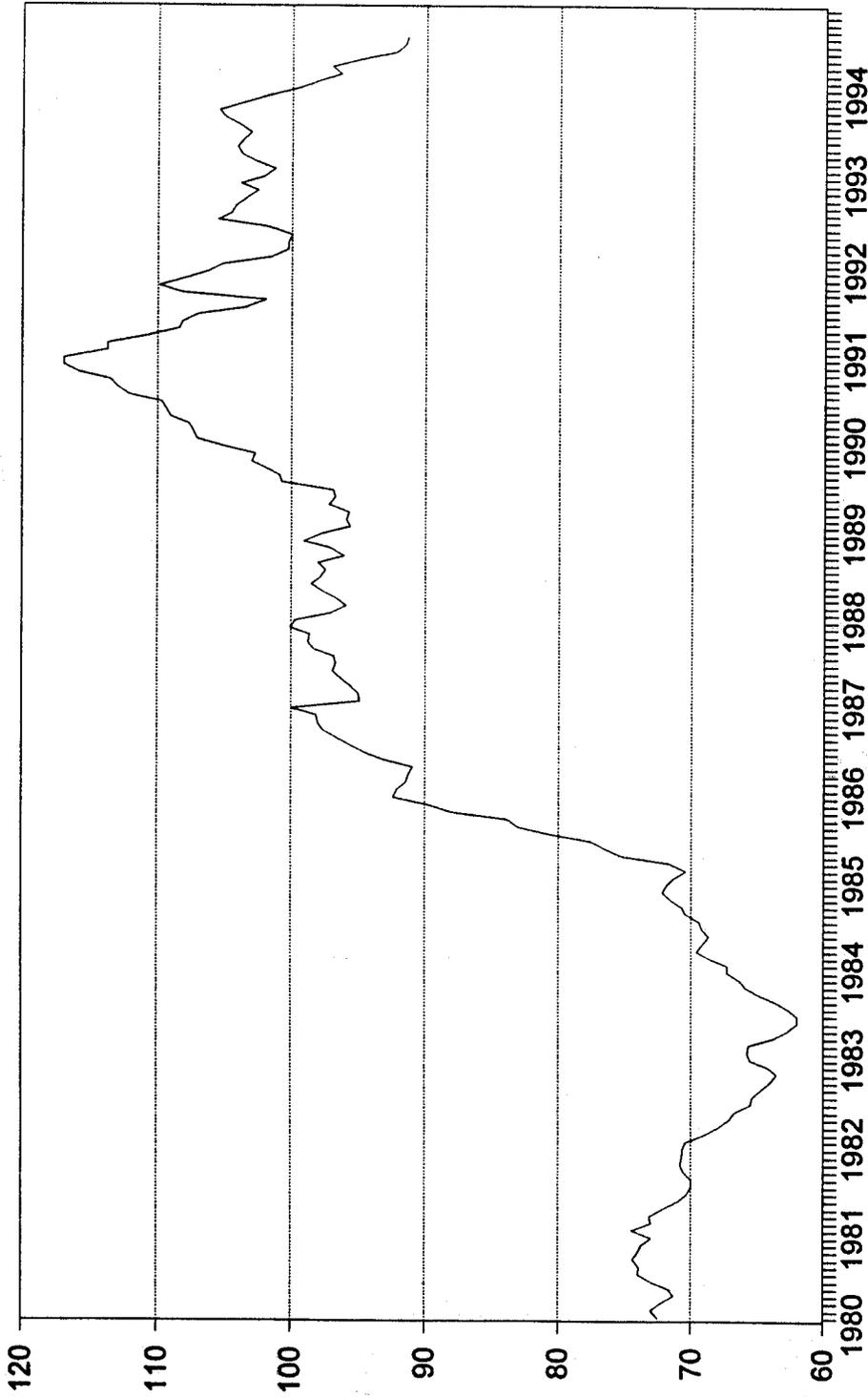


GRÁFICO 3
INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL
(diciembre 1986=100)



Fuente: Banco de la República

b) *Tributaria*

La Ley 49 de 1990 otorgó una amnistía tributaria a las divisas poseídas por colombianos en el extranjero (conducta anteriormente prohibida por el control de cambios). Además, estableció un cronograma de reducción impositiva a los rendimientos girados al exterior, a la vez que creó un régimen tributario especial para los fondos de inversión de capital extranjero.⁶

c) *Inversión extranjera*

En 1991, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) expidió el Estatuto de Inversiones Internacionales. En él quedó consignado que la inversión extranjera sería tratada sin discriminación alguna para todos los efectos (principio de igualdad); se eliminaron las restricciones sectoriales (principio de universalidad),⁷ y se estableció el principio de automaticidad en la aprobación. De particular importancia fue el relajamiento de topes a la inversión en el sector financiero.

d) *Cambiaria*

Desde 1967 existía un estricto control de cambios. El Banco de la República tenía el monopolio de la posesión de divisas y fijaba la cotización del dólar frente al peso. En 1991, se descentralizó el manejo de las divisas, abriendo espacio para la actuación del sector financiero nacional. También se eliminaron los rigurosos controles al reintegro de los ingresos exportaciones y al giro de divisas por importaciones y se autorizó el endeudamiento externo por parte de agentes privados.

Luego de 23 años de recurrir a las minidevaluaciones como herramienta para sostener un activo desarrollo exportador, en 1991 el Banco de la República decidió dar cabida a las fuerzas del mercado en la determinación de la tasa de cambio. Con este fin creó un instrumento de intervención llamado Certificado de Cambio (véase, Anexo I), mediante el cual adquiría las divisas que ingresaban al país. El precio de este título, que se podía descontar en las bolsas de valores, constituía, en efecto, la tasa de cambio del mercado.

e) *Otras medidas*

Con posterioridad a 1991 se implantaron otras medidas que conviene mencionar. Por una parte, en 1992, se autorizó la creación de sociedades calificadoras de riesgos y de valores, con el fin de llenar un vacío importante, las cuales tendrían por objeto la emisión de títulos valores en el país. En segundo lugar, en el segundo semestre de 1993 se permitió a los fondos de inversión extranjera invertir directamente en el mercado primario.

La tradición de Colombia en materia de estabilidad y prudencia macroeconómica era bien conocida en los mercados internacionales. No sólo no había atravesado por la difícil etapa de crisis de la deuda en la década de los años ochenta ni había sufrido los rigores de una hiperinflación, sino que era uno de los pocos países de la región que no había dejado de crecer desde la posguerra. El nuevo clima que se creaba con las reformas era que Colombia continuaba por el buen camino, que era una nación proclive al cambio. No

fue difícil, a pesar de los conocidos problemas de violencia y narcotráfico, vender una buena imagen en el exterior. Se logró crear el andamiaje necesario para que el país se convirtiera en un destino atractivo para los capitales extranjeros.

C. BALANZA DE PAGOS 1990-1994

La interacción de la cuenta corriente y la cuenta de capital durante el período 1990-1994 ha tenido como resultado invariable la acumulación de reservas internacionales. En lo que respecta a la cuenta corriente, los saldos positivos se dieron durante 1990-1992; en 1993 y 1994 (proyectado) se han presentado déficit considerables. La cuenta de capital, por su parte, luego de un pequeño superávit en 1990 y un déficit en 1991, ha arrojado saldos crecientes y positivos desde 1992.

1. Cuenta corriente

a) *Problemas contables*

Cuando el mercado internacional valora positivamente las perspectivas de una economía, es de esperar que en la balanza de pagos se registren flujos positivos de capital de largo plazo. Desde ese punto de vista, y como veremos más adelante, es comprensible el crecimiento de la inversión extranjera directa (IED) hacia Colombia y la colocación exitosa de ADRs y GDRs por parte de compañías colombianas.

La tasa de interés determina otro tipo de incentivo y está asociada con otro tipo de flujos. Por el lado de las tasas activas, un diferencial positivo para el país motiva el endeudamiento externo por parte de nacionales. En el caso de las tasas pasivas, un diferencial positivo motiva el ingreso de capitales especulativos.⁸ La balanza de pagos registra el primer tipo de flujo en la cuenta de capital. Deberían quedar registrados en ésta, los capitales especulativos que arbitran rendimientos financieros de corto plazo.

Numerosos estudios que se analizarán más adelante afirman que la cuenta corriente de Colombia está mal medida. Oculta en ella habrían venido ingresando una serie importante de flujos de capital, producto de que los mismos han estado abiertamente prohibidos o han sido sujeto de sobrecostos financieros significativos en caso de ser registrados legalmente.

Los defectos de medición de la cuenta corriente no residen únicamente en que se escondan algunos flujos de capital. Es bien conocido el carácter ilegal de algunas exportaciones que se realizan desde Colombia. La sobrefacturación o subfacturación de ingresos o egresos también puede estar escondiendo el producto de la exportación de estupefacientes, cuyas divisas sí corresponden a una operación corriente. Por lo tanto, es claro que lo que se diga acerca de la evolución de la cuenta corriente por fuerza tiene implícito un elemento de especulación.

Hechas las anteriores precisiones, a continuación se describe el desarrollo de la cuenta corriente durante el transcurso de la presente década. Al final de esta sección se discutirán los trabajos que han estimado los flujos de capital especulativos (y/o los ingresos del narcotráfico) escondidos dentro de la cuenta corriente, tratando de establecer rangos que den una idea del monto de dichos ingresos.

b) *Descripción*

A pesar de la crisis cafetera, que después de surgir en 1989 se acentúa durante 1990, las exportaciones totales se comportaron satisfactoriamente durante ese año y crecieron en un 17% (en dólares). Las importaciones crecieron 12%, lo cual permitió que aumentara el superávit de la balanza de bienes en un 33%. Además, la balanza de servicios redujo ligeramente su saldo negativo. Por su parte, las transferencias crecieron 14%. De esta forma, el balance en cuenta corriente pasó de US\$ -201 millones en 1989 a US\$ 544 millones en 1990 (1.4% del PIB).

La anterior tendencia se vio reforzada en 1991. No sólo continuó la reducción del déficit de la balanza de servicios, sino aumentó el flujo por transferencias en un 65% (en dólares); además, las exportaciones crecieron 6% y las importaciones cayeron 11%, viéndose afectadas principalmente las de bienes de capital (que cayeron 23%). De esta forma, el saldo positivo de la cuenta corriente se ubicó en US\$ 2.3 billones o 5.3% del PIB.⁹

El año de 1992 marca una gran diferencia con respecto al comportamiento observado en 1990 y 1991. Numerosas medidas que se tomaron para reactivar la demanda agregada en general y las importaciones en particular a finales de 1991 (las cuales se analizan más adelante) probaron ser plenamente efectivas en 1992, año en el cual el aumento de aquellas fue del 33%. Complementando lo anterior, las exportaciones decrecieron en un 3%. Por esta razón, el superávit corriente se redujo de manera importante, ubicándose en US\$ 921 millones (2% del PIB). Concomitante con este desarrollo, el exceso de ahorro sobre inversión privada se había reducido a 0.4% del PIB.

La tendencia al deterioro en la cuenta corriente se acentuó en 1993, año en el cual las importaciones se incrementaron en un 51%, destacándose las de bienes de consumo que aumentaron en un 102% y las de bienes de capital 86%. El crecimiento de las exportaciones fue tan solo del 2%. A pesar de la continua reducción del saldo negativo de la cuenta de servicios, la dinámica de las importaciones provocó de nuevo un déficit en la cuenta corriente de US\$ 2.081 millones (4.0% del PIB).

Las expectativas para 1994 continúan señalando un déficit. Se espera un saldo negativo de US\$ 3.0 billones, con contrapartida en un defecto de ahorro sobre inversión en el sector privado que bien podría superar el 7% del PIB.

Es claro entonces que, de ser confiable la información de balanza de pagos, el fenómeno de flujos de capital que ingresan para financiar tanto un defecto de ahorro doméstico como la acumulación de reservas internacionales se presentó en Colombia tímidamente en 1992 y de manera significativa a partir de 1993. En tal sentido, el *timing* de los acontecimientos es diferente al de la mayoría de países de la región.

c) *Cuantificación de los flujos especulativos*

Habida cuenta de las precisiones que se realizaron anteriormente, resulta necesario hacer mención a los flujos especulativos de capital "escondidos" en la cuenta corriente. Nuestro objetivo se limita a reseñar los principales estudios que se han ocupado del tema.

- i) ¿Qué determinó el ingreso de capitales especulativos? La estimación de los posibles flujos de capital implícitos en la cuenta corriente se ha realizado siguiendo diferentes metodologías. Así, mientras que Cárdenas y Barrera (1994) afirman que los flujos son el componente no explicado por las variables que razonablemente determinarían una transacción corriente con el exterior, Steiner *et al.* (1992) y Uribe (1994) los aproximan por medio del

componente transitorio de algunas transacciones corrientes, mediante la descomposición propuesta por Beveridge y Nelson (1981).

Una vez hecha la estimación del componente especulativo, los estudios tratan de explicarlos en función de sus posibles determinantes. Varios trabajos encuentran que el diferencial de intereses determina los flujos (Herrera, 1991; Carrasquilla, 1993; Cárdenas y Barrera, 1994). O'Byrne y Reina (1993) afirman que el diferencial no causó (en el sentido de Granger) los flujos para el período 1985-1992. Finalmente, Steiner *et al.* (1992) encuentra que su estimación de flujos se relaciona satisfactoriamente con el grado de subvaluación del tipo de cambio, lo cual significa que los agentes privados podrían estar especulando a una eventual apreciación de la tasa de cambio.

- ii) ¿Cuánto fue el ingreso de capitales especulativos? Lo expuesto anteriormente señala que es muy difícil dar una cifra precisa sobre el monto de los flujos de capital que han ingresado en los últimos años a través de la alteración de registros de la cuenta corriente. A manera de ejemplo, se muestra la diferencia entre los estimativos propuestos por Steiner *et al.* (1992), Cárdenas y Barrera (1994) y Uribe (1994).

Cuadro 2

FLUJOS DE CAPITAL ESPECULATIVOS HACIA COLOMBIA

(US\$ millones)

	Steiner <i>et al.</i> (revisado)	Cárdenas y Barrera	Uribe
1989	136	-71	139
1990	-85	-443	-86
1991	241	402	245
1992	320	537	342
1993	n.d.	n.d.	436

Por otra parte, datos suministrados por Urrutia y Pontón (1993) revelan que para 1991 el FMI habría estimado el monto de los flujos especulativos en cerca de US\$ 510 millones. De los estudios referenciados se obtiene el siguiente rango de estimación de las entradas de capital por medio de alteraciones contables a registros de la cuenta corriente:

1991 : US\$ 240 - US\$ 510 millones

1992 : US\$ 320 - US\$ 537 millones

1993 : US\$ 435 millones

Si se tiene en cuenta que el PIB colombiano es del orden de US\$ 50 billones, razonablemente se podría concluir que en ningún caso los flujos de capital ingresados a través de la alteración de registros de operaciones corrientes superarían el 1% del mismo. Siendo ese el caso, se sostiene la conclusión ya mencionada en el sentido de que si bien Colombia ha observado una importante acumulación de reservas en el último lustro, las entradas de capital para financiar un desbalance en cuenta corriente —y, consiguientemente, un defecto de ahorro doméstico—, constituyen un fenómeno importante solamente a partir de 1993.

2. Cuenta de capital 1990-1994

En el período reciente, la cuenta de capital ha registrado diversos tipos de operaciones, tanto por parte del sector público como del privado. Particular importancia registra la inversión extranjera directa, la colocación de bonos en los mercados internacionales, el ingreso de recursos a través de fondos de inversión extranjera y el crédito directo obtenido del sistema financiero internacional.

a) *Inversión extranjera directa*

La IED ha estado tradicionalmente concentrada en el sector petrolero y minero (carbón y níquel). En 1987, estos dos sectores fueron receptores de prácticamente la totalidad del flujo de IED. (Véase el cuadro 3.) Esta tendencia se reversa a partir de 1988 y continúa hasta 1993, año en el cual los mencionados sectores sólo representaron el 56.7% del total.

Durante el período 1988-1993 nuevos sectores aparecieron en escena, atrayendo recursos de inversión directa. El más dinámico ha sido el de manufacturas, con flujos que desde 1989 han superado en promedio los US\$ 100 millones anuales. Ya en la década de los noventa, la construcción también dio señales de ser un sector atractivo, al igual que el sector comercio, restaurantes y hoteles. Resaltó por su importancia durante 1992 y 1993 el sector financiero, con flujos registrados superiores a los US\$ 90 millones anuales (descontando los flujos que, registrados como IED, corresponden a inversión de cartera en el sector). Es importante aclarar que los flujos hacia nuevos sectores no ingresaron en detrimento del sector petrolero, el cual incluso recibió más recursos durante esta década que a finales de la anterior.

La conjugación de IED en nuevos sectores y en el sector petrolero ha hecho que Colombia reciba flujos crecientes por este concepto. Sin embargo, como porcentaje del PIB apenas se han ubicado en alrededor del 1.2%. Como se puede ver en el cuadro 1, para 1994 se proyecta que ingresen al país por este concepto US\$ 1 billón, cifra que duplica lo registrado en 1993. Sin embargo, no es muy claro si la diversificación continuará, ya que gran parte de los ingresos esperados se destinarán a la explotación de los grandes yacimientos petroleros del Oriente colombiano (Cusiana y Cupiagua).

El trabajo de Claessens (1993) es un punto de referencia valioso para comparar el comportamiento de la IED en Colombia con el de otros países en desarrollo. En primer lugar, se puede afirmar que Colombia no ha sido un destino sobresaliente en importancia de estos flujos. Hay dos razones que soportan esta afirmación. Por una parte, cinco naciones —Brasil, México, China, Indonesia e India— acapararon más del 63% de la IED dirigida a los países en desarrollo en 1991. Por otra parte, en el mismo año, este flujo ascendió a US\$ 33.5 billones, lo cual permitiría afirmar que Colombia sólo habría sido receptora del 1.3% del total.

En segundo lugar, Claessens afirma que el acervo de IED correspondió en promedio al 10% del PNB de los países en desarrollo en 1991. A su vez, Steiner y Giedion (1994) calculan que dicho acervo para Colombia ascendió al 8.5% del PIB en 1991 (8.8% en 1993), razón por la cual se podría afirmar que Colombia se encuentra alrededor del caso promedio.

Respecto de las perspectivas hacia el futuro, el trabajo recién mencionado efectuó una encuesta entre los inversionistas extranjeros ya presentes en el país. Estos afirmaron que el incremento de su exposición en Colombia dependía en esencia de tres factores: i) mejoramiento en la situación de orden público; ii) continuidad en el crecimiento

Cuadro 3
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA NETA
(millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
					Prel.	Prel.	Prel.
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA NETA	286	160	547	485	434	740	768
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA	312	204	576	501	458	790	1.008
Petróleo	226	166	360	270	264	440	557
Carbón	91	21	59	49	94	65	15
Agricultura, silvicultura y pesca	3	0	0	5	2	5	13
Minas	0	0	0	0	-45	11	6
Manufacturas	-11	28	150	118	132	70	198
Construcción	-5	-18	1	42	-1	19	19
Comercio, restaurantes y hoteles	6	10	2	12	7	19	31
Establecimientos financieros*	0	-3	3	5	4	154	159
Otros sectores	2	0	1	0	1	7	10
INVERSION COLOMBIANA EN EL EXTERIOR	26	44	29	16	24	50	240
PIB NOMINAL	35.937	38.799	39.218	39.792	44.079	46.890	52.376
IED COMO % DEL PIB	0,80	0,41	1,39	1,22	0,98	1,58	1,47
Petróleo como % de la IED en Colombia	72,44	81,37	62,50	53,89	57,64	55,70	55,26
Petróleo y carbón como % de la IED	101,60	91,67	72,74	63,67	78,17	63,92	56,75

Fuente: Banco de la República, Cálculos de los Autores.

*En 1992 contiene US\$ 65 MM y en 1993 US\$ 204 MM que corresponden a inversión de portafolio.

económico; iii) exitosa culminación de los acuerdos de integración con los países vecinos. Es importante mencionar que los encuestados no consideraron necesario efectuar cambios significativos a la normatividad que hoy rige a la IED en Colombia.

b) Inversión de cartera o de portafolio

La inversión extranjera de cartera (IEC) tuvo una incidencia mínima en la economía nacional entre 1980 y 1986; entre 1987 y 1990 los flujos por este concepto tuvieron un comportamiento errático, sin exhibir tendencia alguna. A partir de 1991 su despegue ha sido significativo, tal como se observa en el cuadro 4, en el cual la IEC incluye colocación de bonos en los mercados internacionales, tanto por el sector público como por el privado, colocación de acciones en el exterior por parte de compañías nacionales y recursos ingresados al país en cabeza de los fondos de inversión extranjera.

Cuadro 4

FLUJOS DE IEC

(US\$ millones)

1992	1993	1994 (proyectado)
125	542	1 003

Fuente: Banco de la República y cálculos de los autores.

La nueva legislación abrió el espacio necesario para que las empresas nacionales pudieran ir a los mercados internacionales a captar recursos de deuda o de capital. Calvo *et al.* (1993) mencionan un factor que complementó las medidas tomadas en Colombia. Al inicio de los noventa algunos países desarrollados relajaron los requerimientos para que una nación en desarrollo pudiera acceder al mercado internacional de capitales. Por una parte, en 1990 Estados Unidos aprobó el reglamento S y la norma 144A, que facilita la inscripción de acciones en las bolsas de valores de ese país. Japón, por su parte, disminuyó las exigencias en cuanto a calificación crediticia de A a BBB. Suiza también avanzó en este sentido.

Las anteriores medidas no sólo beneficiaron al sector privado de los países en desarrollo, sino también a sus gobiernos. Estos también podrían colocar títulos de deuda en los mercados internacionales o colocar acciones de compañías que desearan privatizar.

- i) Colocación de bonos por parte del sector público: Como es bien sabido, Colombia fue una excepción cuando la crisis de la deuda tocó las puertas de América Latina. A raíz de ella, sin embargo, el país se vio obligado a refinanciar globalmente sus obligaciones con la banca comercial internacional y a obtener nuevos recursos de la banca multilateral.

Los planes Baker (1985) y Brady (1989) permitieron que de nuevo América Latina pudiera captar recursos en los mercados internacionales. Al iniciarse la presente década, por lo tanto, para Colombia ya no se hacía necesario mantener una gran dependencia de la banca multilateral. Las autoridades decidieron dar un giro importante a la política de crédito público,¹⁰ buscando

diversificar las fuentes de financiación y desarrollar el mercado doméstico de capitales. Como consecuencia de lo anterior, se optó por hacer cambios de deuda externa por interna y de acudir a los bonos para obtener financiación en el exterior.

Antes de 1993, los bonos del Gobierno no tenían una calificación internacional, año en el cual recibió BBB, por parte de *Standard & Poor's*. A partir de entonces, los títulos del Gobierno pudieron empezar a figurar en nuevos mercados y a ser interesantes para inversionistas institucionales. Así, en 1993 el Gobierno captó en diferentes mercados recursos por US\$ 375 millones (0.7% del PIB) y en lo corrido del año 1994 ha logrado colocar bonos por aproximadamente US\$ 520 millones.¹¹

Como se aprecia en el cuadro 5, el *spread* (en puntos básicos) sobre la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos fue excelente, si se le compara con el obtenido en colocaciones de deuda soberana por otros países de la región. Por ejemplo, los bonos Yankee República de Colombia (1994, US\$ 250 millones a 10 años) fueron colocados con un *spread* de 148 puntos básicos, inferior al de los bonos de los Estados Unidos Mexicanos (1992, US\$ 250 millones a 10 años) que fue de 215, al de los bonos globales de la República Argentina (1993, US\$ 1.000 millones a 10 años) que fue de 280 y al de los bonos globales de Bancomex (1994, US\$ 1 000 millones a 10 años) que fue de 163.

Si se tiene en cuenta que, con excepción de los Eurobonos de Ecopeterol,¹² los recursos captados se utilizaron para prepagar deuda externa, la Nación pudo realizar un *roll-over* de deuda externa de US\$ 745 millones, con un costo financiero menor y con un plazo promedio (ponderado) de amortización de 6.4 años.

Los bonos se colocaron inicialmente en EE.UU. en un 69%, siguiendo en importancia Asia (16.5%), Europa (14%) y Medio Oriente y América Latina (0.5%). Esta composición no es sustancialmente diferente de la de los flujos de IED, donde Estados Unidos representó aproximadamente el 65% entre 1991 y 1993 (ver Steiner y Giedion, 1994).

ii) Privatizaciones: Otro posible mecanismo a través del cual el Gobierno habría podido atraer recursos externos es la privatización. Sin embargo, los flujos de capital por este concepto han sido francamente reducidos en Colombia, ya que las privatizaciones son un proceso "hacia adentro".¹³

Luego de que el Gobierno nacionalizara más del 50% de los activos del sistema financiero a raíz de la crisis de 1982, durante la década de los noventa la mayoría de las instituciones intervenidas han vuelto a ser de propiedad de particulares. Sólo dos bancos, de tamaño reducido, fueron vendidos a inversionistas extranjeros (venezolanos); uno de ellos ya fue readquirido por el sector privado colombiano.

En los sectores diferentes al financiero el proceso de privatización tiene una mayor presencia de recursos extranjeros. Por una parte, este año el Instituto de Fomento Industrial (entidad financiera del Estado) vendió su participación en la ensambladora de automóviles Renault en Colombia a la Renault de Francia por US\$ 52.7 millones. En el campo de las telecomunicaciones, en 1994 se adjudicaron las concesiones para desarrollar el sistema de telefonía celular en el país. Únicamente por las licencias, el Gobierno recibió aproximadamente US\$ 1.2 billones de parte de *joint ventures* entre empresarios colombianos y extranjeros (Hommes, 1994). Estos últimos aportaron aproximadamente el 40% de los recursos (Steiner y Giedion, 1994). Adicionalmente, el flujo de

Cuadro 5
CARACTERISTICAS DE LAS COLOCACIONES DE BONOS DEL GOBIERNO NACIONAL

Título	Fecha	Monto (US\$ millones)	Plazo (años)	Spread*
Eurobono República de Colombia	Mayo 1993	125	5	215
Eurobono Ecopetrol	Julio 1993	150	5	218
Eurobono FEN	Diciembre 1993	100	3	215
Samurai República de Colombia	Enero 1994	¥ 10 Billones	5	-
Yankee República de Colombia 1	Febrero 1994	250	10	148
Yankee República de Colombia 2	Septiembre 1994	175	5	-
Total 1993		375		
Total 1994**		520		
Total 1993 + 1994		895		

*Puntos básicos sobre el rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE.UU.

**Se utilizó una tasa de cambio de 105 yenes por dólar.

DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LA COLOCACION INICIAL (%)

Título	Europa	EE.UU.	Asia	Medio Oriente	América Latina
Eurobono República de Colombia	45	35	18	2	-
Eurobono Ecopetrol	40	50	10	-	-
Eurobono FEN	11	72	15	-	2
Samurai República de Colombia	-	-	100	-	-
Yankee República de Colombia 1 y 2	-	100	-	-	-

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos de los autores.

recursos externos para desarrollar la infraestructura de la telefonía celular se estima en un monto superior a los US\$ 400 millones entre 1994 y el año 2000.

- iii) Colocación de bonos y acciones por parte del sector privado: En 1993, la Superintendencia de Valores de Colombia autorizó a las empresas colombianas para emitir títulos valores en el mercado internacional. Durante ese año, dos instituciones financieras realizaron sendas emisiones de acciones preferenciales sin derecho a voto, colocando una parte en el mercado de capitales de Estados Unidos bajo la forma de ADRs y el resto en el euromercado con GDRs. El total colocado ese año ascendió a US\$ 145 millones (0.2% del PIB). En 1994 una empresa del sector real y otra del sector comercio emitieron ADRs por US\$ 87 millones, totalizando así colocaciones por US\$ 232 millones bajo este esquema, novedoso en Colombia. A diferencia de la mayor parte de la colocación de los bonos del Gobierno, los recursos captados por el sector privado mediante ADRs y GDRs representan un flujo de capital neto positivo para el país.
- iv) Fondos de inversión extranjera de portafolio (FIEP): La presencia de este tipo de fondos en el país es reciente, ya que empezaron a funcionar sólo a partir de 1992. Desde entonces, el número de fondos aprobados ha aumentado de manera considerable, así como el valor de su portafolio.

Cuadro 6

FONDOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO

	1992	1993	1994*
Fondos aprobados	35	64	93
Capital autorizado (US\$ millones)	1 220	1 412	2 332
Valor portafolio (US\$ millones)	61	242	403
Portafolio/capital autorizado %	5	17	17

Fuente: Superintendencia de Valores y cálculos de los autores.

* Al 15 de junio.

Vale la pena mencionar que a la fecha los Fondos sólo han invertido el 1% de su capital autorizado, que ya supera los US\$ 2.3 billones. Al finalizar el año anterior, los FIEP tenían inversiones únicamente en acciones, con un portafolio relativamente concentrado en instituciones financieras.

¿Cuál es el gran atractivo de las bolsas de valores en Colombia? ¿Por qué este apetito extranjero por invertir en el mercado de capitales nacional? Sin ninguna duda, la principal razón es el potencial de valorización del mercado bursátil. En 1991, por ejemplo,

el índice de la Bolsa de Bogotá creció en más de 180% en términos reales y posteriormente ha crecido 12 (real) en 1992 y 22% en 1993. Este comportamiento se ha ubicado muy encima de las (de por sí altas) tasas de interés que se han venido pagando en Colombia, lo cual ha hecho de las tres bolsas de valores colombianas un blanco ideal de los especuladores extranjeros (y nacionales que han repatriado sus capitales).

Cuadro 7

DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS INVERSIONES DE LOS FIEP

(Al 31 de diciembre de 1993)

Sector	Portafolio (US\$ millones)	Participación %
Financiero	147.8	61
Manufacturero	65.4	27
Otros	29.1	12
Total	242.2	100

Fuente: Superintendencia de Valores.

c) Endeudamiento externo

Como se aprecia en el cuadro 8 (a y b), la deuda externa total de Colombia cayó del 44% del PIB en 1990 a 35% en 1993. Al mismo tiempo, hay una recomposición de la misma en favor del sector privado (de 16% del saldo total en 1990 a 28% en 1993). La importante reducción del endeudamiento público externo se debe, como se mencionó arriba, a la sustitución de deuda externa por interna y a la disminución de las necesidades de financiamiento del sector público gracias a las reformas tributarias.

La dinámica del endeudamiento privado, por otra parte, está estrechamente relacionada con el importante incremento de las importaciones presentadas desde 1992, el cual coincide con el relajamiento de las restricciones al crédito externo que imperó hasta hace poco. Entre 1991 y 1993 el sector privado colombiano ha recibido del exterior recursos de financiamiento por más de US\$ 2 400 millones, de los cuales el 65% ha correspondido a contrataciones de corto plazo.

Habiendo descrito el tamaño y las características de los flujos de capital ingresados a Colombia en el período reciente, procedemos ahora a describir y analizar el entorno macroeconómico en el que dicho fenómeno se ha presentado. Naturalmente, el manejo macroeconómico es, simultáneamente, causa y consecuencia del comportamiento de la cuenta de capitales en particular, y de la acumulación de reservas en general.

Cuadro 8a
SALDOS DE DEUDA EXTERNA
(millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990	1991 Prel.	1992 Prel.	1993 Prel.
DEUDA EXTERNA TOTAL	17.400	17.837	17.400	17.691	17.386	17.092	18.139
Sector oficial	13.945	14.011	14.071	14.809	14.660	13.830	12.974
Sector privado	3.455	3.826	3.329	2.882	2.726	3.262	5.165
MEDIANO Y LARGO PLAZO	15.392	15.408	15.132	15.554	15.422	14.488	14.506
Sector oficial	13.842	13.823	13.835	14.586	14.464	13.487	12.700
Multilateral	5.807	5.634	5.677	6.021	6.174	5.886	5.429
Bilateral	2.529	2.621	2.542	2.707	2.571	2.165	1.771
Banca comercial	4.716	4.791	4.603	4.719	4.536	4.304	4.033
Bonos	105	104	276	275	359	419	857
Proveedores	685	673	737	864	824	713	610
Sector privado	1.550	1.585	1.297	968	958	1.001	1.806
CORTO PLAZO	2.008	2.429	2.268	2.137	1.964	2.604	3.633
Sector oficial	103	188	236	223	196	343	274
Ecopetrol	24	102	101	104	1	200	213
Carbocol	24	31	80	94	125	97	37
Fondo Nacional del Café	55	55	55	25	70	46	24
Sector privado	1.905	2.241	2.032	1.914	1.768	2.261	3.359
Sistema financiero	897	1.131	1.122	1.146	810	1.285	2.136
Proveedores y otros	1.008	1.110	910	768	958	976	1.223

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 8b
SALDOS DE DEUDA EXTERNA
(composición %)

	1987	1988	1989	1990	1991 Prel.	1992 Prel.	1993 Prel.
DEUDA EXTERNA TOTAL (% PIB)	48,42	45,97	44,37	44,46	39,44	36,45	34,63
Sector oficial	80,14	78,55	80,87	83,71	84,32	80,92	71,53
Sector privado	19,86	21,45	19,13	16,29	15,68	19,08	28,47
MEDIANO Y LARGO PLAZO	88,46	86,38	86,97	87,92	88,70	84,76	79,97
Sector oficial	79,55	77,50	79,51	82,45	83,19	78,91	70,01
Multilateral	33,37	31,59	32,63	34,03	35,51	34,44	29,93
Bilateral	14,53	14,69	14,61	15,30	14,79	12,67	9,76
Banca comercial	27,10	26,86	26,45	26,67	26,09	25,18	22,23
Bonos	0,60	0,58	1,59	1,55	2,06	2,45	4,72
Proveedores	3,94	3,77	4,24	4,88	4,74	4,17	3,36
Sector privado	8,91	8,89	7,45	5,47	5,51	5,86	9,96
CORTO PLAZO	11,54	13,62	13,03	12,08	11,30	15,24	20,03
Sector oficial	0,59	1,05	1,36	1,26	1,13	2,01	1,51
Ecopetrol	0,14	0,57	0,58	0,59	0,01	1,17	1,17
Carbocol	0,14	0,17	0,46	0,53	0,72	0,57	0,20
Fondo Nacional del Café	0,32	0,31	0,32	0,14	0,40	0,27	0,13
Sector privado	10,95	12,56	11,68	10,82	10,17	13,23	18,52
Sistema financiero	5,16	6,34	6,45	6,48	4,66	7,52	11,78
Proveedores y otros	5,79	6,22	5,23	4,34	5,51	5,71	6,74

Fuente: Banco de la República.

II. POLÍTICA ECONÓMICA Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Ya señalamos cómo el temor del impacto de la crisis cafetera sobre la economía hizo que el Gobierno acelerara la devaluación durante 1989. Se consideraba crucial mantener alta la tasa de cambio para promover las exportaciones y sobreaguar el problema cafetero. En 1990 se decidió continuar con esta política: a mitad del año el ritmo de devaluación nominal rondaba el 32% anual, con una depreciación real del 13%. La subvaluación del peso era ya un hecho manifiesto (Herrera, 1991).

Esta alta tasa de cambio mantuvo la ansiada dinámica exportadora, a costa de un efecto colateral indeseado. La monetización del ingreso de divisas, no esterilizado por el Banco de la República en 1990, aceleró la inflación. Luego de pasar del 28% en 1988 al 26% en 1989, en diciembre de 1990 se registró la inflación más alta en la historia reciente del país (32.3%).

Al finalizar 1990, el nuevo Gobierno entendió que se hacía necesaria una redefinición de la política. Consideró que no se podía devaluar a toda costa sin evitar que la inflación hiciera estragos en la economía. Se dio pues un cambio de prioridades que todavía se mantiene: el control de la inflación, aun a costa de la apreciación cambiaria.

Entre el abanico de herramientas de control inflacionario, se optó por la esterilización monetaria. El control de los medios de pago se convirtió en la principal herramienta de la política económica. Por una parte, se creó el certificado de cambio (ver Anexo I), entre cuyos objetivos estaba postergar la monetización de las divisas que ingresaban al país (es decir, monetizar y esterilizar las divisas en una misma operación). Por otra parte, se intensificó el uso de las operaciones de mercado abierto (OMAs) y se limitó la capacidad de emisión secundaria del sistema financiero por medio de un encaje marginal del 100% sobre todos los nuevos depósitos (con excepción de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda).

A diferencia de otros países donde los papeles del Banco Central suelen ofrecer las menores tasas de interés del mercado, en Colombia el emisor tuvo que elevar drásticamente sus tasas de captación (véase el gráfico 4) para llevar a cabo con éxito las OMAs y así cumplir con su objetivo de controlar los agregados monetarios. Las instituciones financieras, en su afán por no perder participación en la captación de ahorro, también elevaron sus tasas de interés.

Si a esto se le suma una tasa de interés internacional que venía cayendo desde 1989 (véase el gráfico 5) y una desaceleración de la devaluación nominal (claramente previsible dado el altísimo nivel del ITCR en 1990), el resultado de la política monetaria de esterilización del Banco de la República fue la creación de un gran diferencial de tasas de interés con el mercado financiero internacional, incentivando así un mayor endeudamiento privado y un ambiente propicio para un mayor ingreso de capitales especulativos de corto plazo.¹⁴

El esfuerzo de esterilización fue inmenso y prácticamente pleno, hecho que se constata al comparar las reservas internacionales que acumuló el país durante 1991 (US\$ 1 919 millones) con el flujo de divisas esterilizado por medio de OMAs y certificados de cambio.¹⁵ Sin embargo, se estaba gestando un grave problema: un crecimiento

GRÁFICO 4
TASAS DE INTERES
(Bancos vs. Banco de la República)

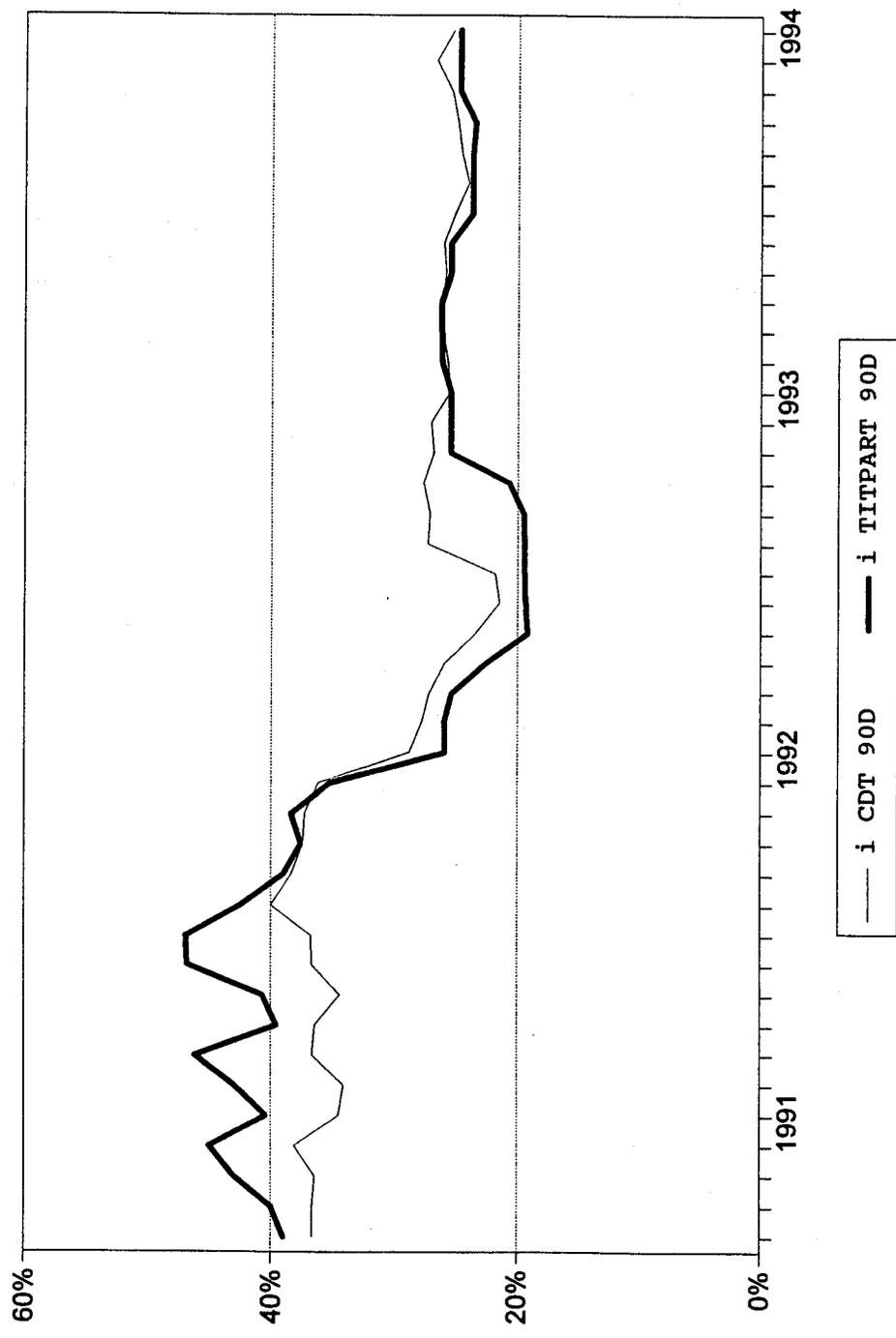
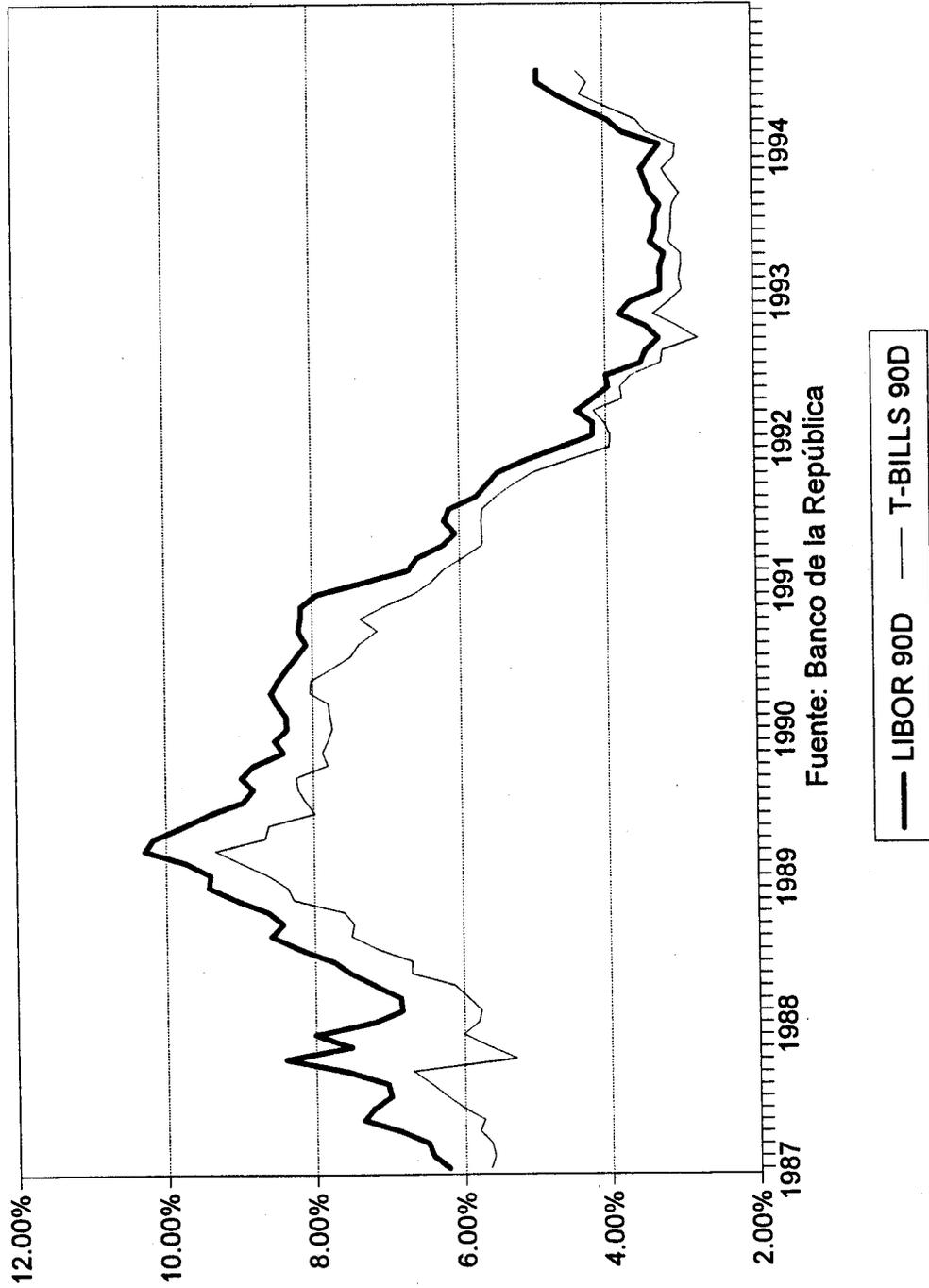


GRÁFICO 5
TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES



potencialmente explosivo de los pasivos no monetarios del Banco de la República, cuya remuneración se hacía contra emisión primaria de dinero. Era claro además que se había creado un círculo vicioso de elevación de tasas de interés, mayor flujo de capitales y mayor necesidad de esterilización. Para complicar aún más la situación, el altísimo nivel de la tasa de interés real estaba restringiendo seriamente el potencial de crecimiento de la economía, y por esa vía generando un balance comercial positivo, que acentuaba todavía más los problemas monetarios.

Durante el segundo semestre de 1991, la nueva Constitución sustituyó a la Junta Monetaria¹⁶ por la Junta Directiva del Banco de la República, agrupación independiente del Gobierno, con el mandato constitucional de reducir la inflación. En este nuevo foro se estimó potencialmente explosiva la situación del pasivo financiero del Banco y se declaró el fracaso de la política de esterilización a ultranza que se había venido usando hasta ese momento. Desde el mes de septiembre, el Banco de la República redujo sus tasas de captación y eliminó el encaje marginal, que ahondaba el déficit cuasifiscal por ser remunerado. Amplió además el plazo de redención del certificado a un año, lo cual implicó una revaluación adicional del peso. (Véase anexo I.)

El balance de 1991 no fue bueno. El nuevo giro de la política coyuntural se dio muy tarde en 1991 y sus efectos benéficos no se pudieron apreciar, sino hasta 1992. Se cerró el año con las reservas internacionales creciendo por encima del 40% anual. La base monetaria creció 54.5% (en pesos) y, a pesar de los esfuerzos realizados durante ocho meses del año, el crecimiento de los medios de pago se ubicó en el 34% (en pesos). El objetivo primordial que se perseguía, la reducción de la inflación, no se había alcanzado¹⁷ y el crecimiento económico era el más bajo de los últimos años (2.1%). El desplome de las importaciones era parcialmente el reflejo de que la inversión cayera 8.7% en términos reales¹⁸ y el consumo privado creciera 1.6%.

Como era de esperarse, la disminución del ritmo de devaluación y la presión del ingreso de divisas empezaron a producir una apreciación real durante 1991: el ITCR cayó en un 7.5%. Pero hubo un elemento curioso. Desde principios de ese año las importaciones estaban decreciendo, a pesar de la revaluación real. El Gobierno consideró, dado que existía un cronograma explícito de desgravación hasta 1994, que los empresarios estaban esperando aranceles más bajos para importar sus equipos. Por esta razón, a finales de 1991, se decidió acelerar dicho cronograma, de forma tal que para mediados de 1992 estuviera terminado (es decir, en la mitad del plazo inicialmente previsto. (Véase, cuadro 9).

Cuadro 9

PROTECCIÓN ARANCELARIA NOMINAL

(Arancel + sobretasa a las importaciones)

Dic. 1989	Dic. 1990	Sept. 1991	Marzo 1992
43.7%	35.6%	14.3%	11.7%

Fuente: Ocampo (1993).

El año de 1992 fue bien diferente en materia de política económica, la cual aparentemente fue interpretada como de mayor estabilidad. Las tasas de interés del Banco de la República se redujeron del 35% en diciembre de 1991 a 26% en enero de 1992, comportamiento que fue imitado por las tasas pasivas del sector financiero. La revaluación continuó, aunque a un ritmo mucho menor (-2.3% al finalizar el año), la inflación descendió al 25% y la economía creció al 3.5%. Esta vez las importaciones reaccionaron (aumentaron 33% en dólares) y la inversión adquirió un dinamismo excepcional, al crecer 39% en términos reales. Por su parte, habiendo reducido sustancialmente el Banco de la República su esfuerzo de esterilización, el aumento de las reservas se tradujo en un incremento importante de los medios de pago (41%) y de los cuasidineros (52.1%).

Al iniciarse 1993, la consigna fundamental continuaba siendo el control de la inflación. Sin embargo, después del fracaso de la política cambiaria en 1990 y de la política cambiaria y monetaria en 1991, el turno para empañar los objetivos de política económica le correspondió a la política fiscal. En efecto, el gasto público creció 20.4% en términos reales, colaborando de manera importante con el *boom* de gasto que vivía el sector privado.¹⁹

La Constitución de 1991 ordenó una importante serie de gastos adicionales en materia de descentralización y en el área social. Además, el Gobierno aumentó sustancialmente sus erogaciones en defensa y en justicia para controlar la violencia y la impunidad, dos lunares negros de la situación social colombiana. Por estas razones y por la ausencia de una disciplina fiscal extrema, el gasto público se disparó. (Véase el cuadro 10.)

Cuadro 10

**TASA DE CRECIMIENTO REAL DE LOS GASTOS EFECTIVOS
DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL**

	1991	1992	1993	1994	1990/1994
Social	13.5	9.4	22.4	24.7	86.3
Justicia	-0.5	23.8	59.2	15.0	125.5
Defensa	-4.1	13.2	21.4	16.2	53.2
Infraestructura	5.9	19.9	3.8	12.5	48.3
Admin. del Estado	-21.3	58.4	-1.7	19.1	46.1
Transferencias	35.9	16.9	18.5	-5.4	78.2
Inter. de la Deuda	13.6	-6.1	35.7	23.5	78.9
CERT	20.2	-23.4	6.1	-49.3	-50.5
Total	8.2	12.6	20.4	15.5	69.4

Fuente: Herrera (1994).

La situación de elevado gasto no ha conllevado a notorios desequilibrios en el balance fiscal, en virtud a que el dinámico comportamiento de la economía ha traído consigo un aumento significativo de los ingresos tributarios. Adicionalmente, más recientemente ha habido un incremento en los ingresos producto de las privatizaciones. (Véase el cuadro 11.)

Cuadro 11

SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(% del PIB)

1990	1991	1992	1993(e)	1994(p)
-0.33	0.14	-0.25	0.00	2.44

Fuente: Herrera (1994).

(e) estimado.

(p) proyectado.

Como lo demuestran varios estudios, la única presión de la política fiscal sobre la economía no es financiera sino también real (ver por ejemplo Aschauer, 1988). Para el presente estudio se realizó un ejercicio econométrico con miras a establecer los determinantes de la tasa de cambio real para el período 1956-1992. Los resultados obtenidos se encuentran en él. (Véase el anexo II.)

De acuerdo con los coeficientes estimados, el gasto público en bienes no transables, que pasó de representar el 7.9% del PIB en 1990 a constituir el 12.5% del mismo en 1993 —es decir, creció 59% más que el promedio de la economía—, provocó una apreciación real del orden de 5.5%. También resulta interesante resaltar el hecho de que, de acuerdo a los resultados obtenidos, la revaluación que genera un aumento del 1% en el gasto público es mayor que la ocasiona el déficit fiscal, confirmándose así para Colombia la hipótesis de Aschauer.²⁰

El aumento del gasto público es un fenómeno que habrá de mantenerse en 1995, en virtud al Presupuesto recién aprobado por el Congreso. Por lo tanto, las presiones de demanda continuarán vigentes, con efectos favorables sobre el crecimiento económico, aunque generando continuas presiones a la apreciación del tipo de cambio. Consciente de que este último aspecto es indeseable, la administración que se inauguró el pasado mes de agosto, decidió imponer de nuevo restricciones al endeudamiento externo.²¹

La expectativa de las autoridades es que al limitar el acceso al financiamiento externo se logre reactivar el ahorro interno y reducir las presiones de demanda. Sin embargo, en un estudio anterior Steiner y Escobar (1994) se muestra que para el período 1970-1992 no hay evidencia de que el ahorro doméstico aumente cuando disminuye la financiación externa. Dicho trabajo encuentra que una vía expedita para lograr aumentos significativos del ahorro es el aumento de los impuestos indirectos, cuyo recaudo efectivo, independientemente del nivel de las tasas, se encontraría bastante rezagado en Colombia, respecto de otros países de la región (Perry y Herrera, 1994).

Si bien todavía no se encuentran disponibles las Cuentas Nacionales de Colombia para 1993 y 1994, el Gobierno Nacional ha publicado unas cifras que permitirían observar de manera preliminar un fenómeno mencionado anteriormente: la sustancial caída del ahorro doméstico sólo se da en 1993. En efecto, en el cuadro 12 se aprecia que el máximo ritmo de acumulación de reservas internacionales no coincide con la gran caída del ahorro doméstico. En su lugar, se podría decir que una vez desacelerado el flujo masivo de divisas hacia el país, se evidencia una disminución en las tasas internas de ahorro.

Cuadro 12

RESERVAS INTERNACIONALES Y AHORRO DOMÉSTICO

	1990	1991	1992	1993	1994*
Variación reservas internacionales %	16.4	42.6	20.1	2.0	-4.5
Ahorro doméstico como % del PIB	21.3	22.6	18.7	15.5	15.0

Fuente: Banco de la República, DNP y Cálculos Autores.

* Variación anual agosto de 1993-agosto de 1994.

III. CONCLUSIÓN

La política económica es, en el caso colombiano como en el de todas las economías, un historial de grandes aciertos pero también de crasos errores. Sin temor a ser demasiado generales, podemos afirmar que la política económica que se ha diseñado durante esta década con un horizonte de largo plazo, es decir, las llamadas reformas estructurales ha sido mucho más acertada que la que buscó atender las diversas coyunturas presentadas. La política de estabilización de los años noventa ha tenido muchos tropiezos.

Común a otros países de América Latina, Colombia ha experimentado recientemente una elevada tasa de crecimiento económico y una significativa recuperación de la inversión. La confianza en las reformas y algunas medidas de política monetaria y cambiaria propician además una notable recuperación del consumo privado. Por lo tanto, una característica del período reciente ha sido un aumento de la brecha entre la inversión y el ahorro. Hasta el momento, ella es ampliamente financiada con capital extranjero, el cual ha llegado en montos tan significativos, que demuestra una apreciación cambiaria que ya se torna preocupante. El exceso de recursos de financiamiento externo, canalizados a través del sistema financiero, permiten suplir esta deficiencia de ahorro e incluso aumentar el ritmo de gasto privado. La sostenibilidad de esta conducta es preocupante en un horizonte de largo plazo, ya que los flujos ingresados a la economía podrían revertirse eventualmente.

A pesar de los rasgos comunes, el caso colombiano difiere del de otros países vecinos en dos aspectos fundamentales: i) en medio del *boom*, es el único país de la región que no ha logrado disminuir de manera importante su tasa de inflación. Es cierto que ya no se vive con la amenaza de aumentos de precios por encima del 30%, pero el aumento esperado para este año, 22%, supera la meta propuesta hace once meses de 19%; ii) es uno de los pocos casos en el que al "boom" de gasto privado se le ha agregado una política fiscal claramente expansiva.

A menos que se logren avances efectivos en la política fiscal, que simultáneamente coadyuven a reducir la inflación y a disminuir la presión sobre la tasa de cambio, no habrá más remedio que acudir a la imposición de controles y trabas a la movilidad de los capitales. Estos controles, que en el mejor de los casos son efectivos solamente en el corto plazo, representan un "pare y siga" poco aconsejable si lo que se quiere es atraer flujos estables de capital extranjero, que complementen el ahorro doméstico en el financiamiento de la inversión.

Notas

¹ Herrera (1991) aporta evidencia en el sentido de que no obstante los controles, en la práctica, el mercado de capitales colombiano no estuvo tan aislado de los mercados internacionales.

² Las ventas externas de café representaron, en promedio el 36.5% del total de exportaciones durante el período 1985-1989.

³ Nos referimos al índice elaborado por el Banco de la República, el cual contempla precios (al por mayor) y tasas de cambio de los 18 principales socios comerciales de Colombia, ponderando por la importancia de cada socio en el comercio global (exportaciones e importaciones), sin café.

⁴ Entre otros, Herrera (1991) y Steiner, *et al.* (1992) argumentan que el manejo cambiario que se comenta condujo a que, en efecto, al finalizar 1990 la tasa de cambio real estuviese subvaluada, en un porcentaje no inferior a 10%.

⁵ Una detallada descripción de las mismas se encuentra en Lora (1991).

⁶ Más importante aún, aunque de menor relevancia al tema de este trabajo, en 1992 se llevó a cabo una reforma tributaria con el objeto de compensar la caída de los ingresos fiscales provenientes de las operaciones de comercio exterior. Así, se aumentó el impuesto al valor agregado (del 12% al 14%) y se decretó una sobretasa del 25% al impuesto de renta (para una tasa efectiva máxima de 37.5%).

⁷ Con excepción de la seguridad nacional y la disposición de basuras tóxicas o radioactivas no producidas en el país.

⁸ Los movimientos especulativos no obedecen sólo a diferenciales de tasa de interés. Otros factores relevantes incluyen los desequilibrios cambiarios y la oportunidad de invertir en bolsas de valores con potencial de valorización.

⁹ La contrapartida de dicho superávit fue un exceso de ahorro privado sobre inversión de 4.3% del PIB. Esta cifra contrasta notoriamente con el tipo de desbalance macroeconómico que ya se estaba presentando en prácticamente todos los demás países de la región.

¹⁰ Las políticas de financiamiento del sector público son tratadas de manera detallada en Castellanos (1993).

¹¹ Esta cifra incluye ¥ 10 billones en bonos colocados en el difícil mercado japonés.

¹² Compañía estatal dedicada a la exploración y explotación de petróleo y gas. Es la mayor empresa del país.

¹³ Respecto de otros países de la región, dos elementos explican parcialmente el hecho de que las privatizaciones hayan sido apenas incipientes en Colombia: i) no había un apremiante problema fiscal; ii) no había una necesidad sentida por mejorar la posición externa.

¹⁴ Es decir, en 1991 se exacerbaron los incentivos que habían aparecido en 1990. Adicionalmente, los precios de las acciones y de la finca raíz crecían rápidamente, creando nuevas oportunidades de especulación.

¹⁵ Aproximadamente US\$ 1.9 billones de acuerdo con cálculos de los autores.

¹⁶ Instancia rectora de la política monetaria y cambiaria en Colombia, compuesta exclusivamente por funcionarios del Gobierno.

¹⁷ En septiembre el crecimiento anual del IPC seguía por encima del 30%.

¹⁸ La inversión pública aumentó 1.1% mientras que la privada cayó 11.6%.

¹⁹ Durante 1993 la inversión privada aumentó 42.5% en términos reales y el consumo privado 10%.

²⁰ Calvo *et al.* (1994) también señalan el hecho de que, en situaciones en las cuales las posibilidades de financiamiento del sector privado son altas, la mejor política fiscal no es aquella que propende por un buen balance fiscal —el cual se puede lograr con elevado gasto e incremento de impuestos—, sino aquella que se preocupa por controlar el tamaño del gasto público.

²¹ Incluso, limitó el campo de acción de los FIEP, que en adelante no podrán hacer inversiones relacionadas con el sector de la construcción.

BIBLIOGRAFÍA

- Aschauer, D. A. (1988), "The equilibrium approach to fiscal policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero.
- Banco de la República (1993), *Principales Indicadores Económicos 1923-1992*, diciembre.
- Beveridge, S. y C. Nelson (1981), "A new approach to the decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle", *Journal of Monetary Economics*, 7.
- Blejer, M. (1992), "Comment on Kuczynski", *Annual Conference on Development Economics*, Banco Mundial.
- Calvo, G.A., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital inflows to Latin America: The role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40.
- _____ (1994), "El problema de la afluencia de capital", en R. Steiner (comp.) *Afluencia de Capitales y Estabilización en América Latina*, Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.
- Cárdenas, M. y F. Barrera (1994), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano" en J.A. Ocampo (ed.) *Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas*, Banco Interamericano de Desarrollo y Fedesarrollo.
- Carrasquilla, A. (1993), "Acumulación de reservas y política macroeconómica: Colombia 1990-1992" en M. Cárdenas y L.J. Garay (comp.) *Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina*, Tercer Mundo Editores, Fescol y Fedesarrollo.
- Castellanos, J. (1993), "Hacia una nueva estrategia de manejo del Crédito Público", *Debates de Coyuntura Económica*, N° 28. Fedesarrollo, julio.
- Claessens, S. (1993), "Alternative forms of external finance: A survey", *The World Bank Research Observer*, vol. 8 (1), enero.
- Herrera, S. (1989), "Determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia". *Ensayos sobre Política Económica*, junio.
- _____ (1991), "Movilidad de capitales en la economía colombiana", *Banca y Finanzas*, julio-septiembre.
- _____ (1991), "Qué tan grande es el desequilibrio cambiario en Colombia?", *Ensayos Sobre Política Económica*, diciembre.
- _____ (1994), "Comentarios sobre la política fiscal 1990-1994" en O.L. Acosta e I. Fainboim (eds.) *Las Reformas Económicas del Gobierno del Presidente Gaviria: una Visión desde Adentro*.
- Hombres, R. (1994): "El balance del cuatrienio: Bueno con perspectivas de mejorar", *Economía Colombiana*, N° 248.
- International Monetary Fund: *Supplement on Price Statistics*, varios números.
- Lora, E. (1991), *Apertura y Modernización: las Reformas de los Noventa*, Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.
- O'Byrne, A. y M. Reina (1993), "Flujos de capital y diferencial de intereses en Colombia: ¿Cuál es la causalidad?" en Cárdenas y Garay, *op. cit.*

- Ocampo, J.A. (1993), "La internacionalización de la economía colombiana" en Urrutia, M. (comp.) *Colombia ante la Economía Mundial*, Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.
- Perry, G. y A.M. Herrera (1994), *Finanzas Públicas, Estabilización y Reforma Estructural en América Latina*, BID.
- Steiner, R., R. Suescún y F. Melo (1992), "Flujos de capital y expectativas de devaluación", *Coyuntura Económica*, junio.
- Steiner, R. y U. Giedion (1994), "Características, determinantes y algunos efectos de la inversión extranjera directa en Colombia", Documento de Trabajo 182, BID, julio.
- Steiner, R. y A. Escobar (1994), "Colombia: ahorro en declive, financiamiento en auge", Fedesarrollo-ICAVI, octubre.
- Superintendencia de Valores-1993 (1994), *Informe de Labores*, marzo.
- (1994), *Mercado Público de Valores Enero-Junio de 1994 y Síntesis Estadística Mensual-Junio de 1994*, julio.
- Uribe, J.D. (1994), "Flujos de capital, tasas de interés y expectativas de revaluación", Subgerencia de Estudios Económicos-Banco de la República, marzo.
- Urrutia, M. y A. Pontón (1993), "Entrada de capitales, diferenciales de interés y narcotráfico" en Cárdenas y Garay, *op. cit.*

Anexo I

CERTIFICADOS DE CAMBIO

El Certificado de Cambio fue introducido por el Banco de la República en julio de 1991. Es un bono denominado en dólares con el cual el Banco adquiría divisas que entraban al país. Constituyó, hasta enero de 1994, el *principal instrumento de intervención del Banco en el mercado cambiario*. Opera de la siguiente manera:

Un exportador al traer las divisas producto de sus ventas en el exterior por ejemplo, éste debe venderlas al Banco, el cual le entrega el Certificado. Si el tenedor mantiene este título hasta su maduración, obtiene un rendimiento igual a la devaluación nominal y administrativa de la Tasa de Cambio Oficial. Es decir, el exportador en todo caso recibe pesos por los dólares que trajo, pero debe esperar un tiempo y por ello recibe unos "intereses" (devaluación). El hecho de que el Certificado difiera de la monetización de los dólares hace de éste también un *instrumento de esterilización*.

Si por razones de liquidez el exportador necesita los pesos antes de la maduración del Certificado, puede venderlo al Banco o en el mercado de valores, con un descuento. Generalmente el comprador es un importador que puede utilizar este título para girar al exterior. Cabe anotar que el descuento del Certificado en bolsa no implica emisión de dinero por parte del Banco. Esto sólo ocurre cuando el Certificado es descontado en el Banco (que paga un menor precio o compra a un mayor descuento) o cuando vence su término y, por lo tanto, debe ser redimido. También es importante agregar que si la venta inmediata de un Certificado implica un descuento sobre la tasa oficial del día, automáticamente se está *revaluando* en términos nominales el peso colombiano.

El hecho de que el Certificado pueda ser adquirido por un especulador (con un descuento) en las bolsas de valores del país, implica que aquél es atractivo sólo en la medida en que constituya una inversión más rentable que otros papeles que ofrece el mercado. Por lo tanto, existe una relación estrecha entre la tasa de interés prevaleciente en el mercado y la rentabilidad combinada de i) adquirir el Certificado con un descuento y ii) ganarse además el producto de la devaluación oficial.

Inicialmente el plazo de los Certificados fue de tres meses, pero posteriormente se amplió a un año y se aumentó su descuento de 8 a 12.5%. Por lo tanto, aumentó la esterilización por esta vía y se revaluó aún más el peso. A partir de enero de 1994, el Banco de la República no emitió más Certificados y desde ya se conoce la tasa de cambio a la cual se redimirán los que se venzan durante este año.

Anexo II

DETERMINANTES DEL ITCR

Para el presente trabajo se hizo una estimación de los determinantes históricos del Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR), construido por el Banco de la República, que refleja aumentos o disminuciones en la capacidad de compra del peso frente a varias monedas de economías relevantes para el comercio internacional colombiano.

Se dispone del ITCR desde enero de 1975. Sin embargo, en Herrera (1989) esta serie se calculó desde 1969. Para construir el período 1956-1968, se aplicó al ITCR de 1969 las variaciones de un índice de tasa de cambio real del peso únicamente frente al dólar, metodología válida en la medida en que Estados Unidos tenía mucho más peso en el comercio internacional colombiano en esa época.

Como determinantes fundamentales del comportamiento de la tasa de cambio real en el largo plazo se incluyeron, para el período 1956-1992:

- a. devaluación nominal: corresponde a la tasa de cambio oficial del Banco de la República de fin de año (fuente: Principales Indicadores Económicos 1923-1992, Banco de la República).
- b. gasto de funcionamiento del gobierno: se partió de la premisa que el gasto en bienes no transables es el componente del gasto público que produce revaluación (fuente: Principales Indicadores Económicos 1923-1992, Banco de la República). Se construyó la serie en pesos constantes de 1975, utilizando el deflactor implícito del PIB.
 - b.1. como medida alternativa de la política fiscal, buscando evaluar si tiene mayor poder explicativo que el gasto en funcionamiento, se utilizó el déficit fiscal (fuente: Principales Indicadores Económicos 1923-1992, Banco de la República). También se construyó la serie en pesos constantes de 1975, utilizando el deflactor implícito del PIB.
- c. variación en los términos de intercambio: precios de las exportaciones colombianas divididas por precio de las importaciones colombianas (fuente: *International Financial Statistics*, IMF. Líneas 76 y 76.x, varios números).
- d. índice de tasa de cambio real en t-1: numerosas especificaciones de la entrada de capitales se incluyeron en las estimaciones (cuenta de capital privada, cuenta de capital pública, etc.), pero ninguna de ellas resultó significativa. En un trabajo similar, Herrera (1989) sí obtuvo que la entrada de capitales era importante, pero su objetivo se centraba en la variación del ITCR y no en su nivel, materia objetiva de este anexo.

A continuación se presentan dos regresiones: en la primera (R1) se incluyó como variable fiscal el gasto público en no transables y en la segunda (R2) se utilizó en su lugar el déficit fiscal. Con excepción de éste y de la variación en los términos de intercambio, todas las variables entraron a las regresiones bajo su forma logarítmica para poder estimar elasticidades. Para hacer comparables los resultados, se calculó la elasticidad del ITCR al Déficit Fiscal Real, resultado que se presenta al final de la tabla.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes (estadísticos t entre paréntesis):

Cuadro A-II.1

	R1	R2
Constante	1.39 (5.78)	1.33 (5.78)
Devaluación nominal	0.09 (9.01)	0.09 (9.41)
Gasto público en no transables (1975 = 100)	-0.08 (-3.63)	-
Déficit fiscal (1975 = 100)	-	4.46E-6 (-3.94)
Variación en términos de intercambio (1985 = 100)	-0.13 (-2.16)	-0.11 (-1.99)
ITCR(-1)	0.83 (13.05)	0.66 (12.55)
R2	0.89	0.90
DW	1.88	1.78
Elasticidad del ITCR a variaciones en el déficit fiscal	-	-0.0086

Como se aprecia en el cuadro A-II.1, un cambio de 1% en el gasto público de funcionamiento (gasto en no transables) produce en promedio, para el período analizado, una caída permanente del ITCR (revaluación) mayor a la generada por un aumento de igual magnitud en el déficit fiscal. Los demás coeficientes se comportan de manera similar en ambas regresiones, con excepción del ITCR, rezagado un período.