



ENSAYOS

sobre política económica

Los depósitos previos de importación: su operatividad y comportamiento reciente

Sergio Clavijo Vergara.

Revista ESPE, No. 1, Art. 04, Marzo 1982
Páginas 53-87



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

LOS DEPOSITOS PREVIOS DE IMPORTACION: SU OPERATIVIDAD Y COMPORTAMIENTO RECIENTE*

Sergio Clavijo Vergara

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene dos objetivos fundamentales: a) explicar y evaluar algunas de las medidas monetarias que permitirían que el sistema de depósitos previos de importación, se constituyera en un importante instrumento de la lucha anti-inflacionaria a partir de 1976 y b) realizar algunas estimaciones econométricas, para que la autoridad monetaria pudiese predecir con cierta confiabilidad el comportamiento de estos depósitos de importación en el futuro.

Con relación al primer punto, nos pareció de vital importancia el organizar didácticamente la legislación sobre el tema. Si esto sirviera para comprender la esencia del mecanismo —regular la utilización de certificados de cambio, agilizar los pagos al exterior y fiscalizar el cumplimiento de las fechas límites de giro— nos sentiríamos satisfechos.

Respecto al segundo tópico, es importante resaltar que la especificación de las ecuaciones econométricas referidas a los depósitos de importación, constituyen un resumen del conocimiento adquirido sobre el tema en el primero y segundo capítulo y su articulación con la situación financiera que enfrentaba el sector importador. Así, la explicación detallada del comportamiento de los importadores, frente al diferencial entre el costo del endeudamiento interno y el endeudamiento externo, si bien constituyó un tema que requirió un estudio específico (1), resultó de vital importancia para obtener las estimaciones del capítulo tercero. Por esta razón, los lectores que deseen conocer en detalle el marco teórico y los cálculos empíricos que sustentan dicho diferencial, deben buscarlos en el estudio ya mencionado.

LOS DEPOSITOS PREVIOS DE IMPORTACION

I. Los depósitos de importación como instrumento de control monetario: breve recuento histórico

Desde la expedición del estatuto cambiario, según Decreto-Ley 444 de 1967, el país ha contado con una serie de importantes mecanismos de control del sector externo, que han permitido superar parcialmente la crisis estructural de la balanza cambiaria que se venía presentando desde principios de los años cincuenta (2).

* Documento de trabajo No. 12. Mayo de 1981. El autor pertenece al Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. El autor agradece los valiosos comentarios y sugerencias de Juan Carlos Jaramillo.

(1) Véase S. Clavijo, *La Financiación a los Importadores 1976-1980* (Documento de trabajo No. 18, Banco de la República, junio 1981). Aparecido en la Revista del Banco de la República, agosto de 1981.

(2) Recordemos que la bonanza cafetera de 1953 planteó la necesidad de disponer de un sistema cambiario más flexible, que el permitido hasta entonces por la Ley 90 de 1948. Además, pasada esta coyuntura de ampliación del mercado libre de divisas y de un aumento sensible de las importaciones, fue necesario volver al régimen de mercados cambiarios controlados de 1959. Esta etapa en que se intentaron diseñar mecanismos que permitieran establecer, en el largo plazo, una sólida articulación entre el manejo del sector externo y el proceso de sustitución de importaciones, sufrió su último revés a principios de los años sesenta. Para entonces se pretendía que el golpeado sector exportador se revitalizara, viéndose la autoridad monetaria en la necesidad de recurrir a abruptas devaluaciones. Su resultado fue el encaminar al país por la senda inflacionaria, no logrando tampoco solucionar la escasez de reservas internacionales. Véase F. Montes Negret. "El Control y la Financiación de las Importaciones" en *Financiamiento Externo 1977*. (Banco de la República y Asociación Bancaria) págs. 229-239.

Como es sabido, el estatuto cambiario obedeció a un entendimiento muy particular de la problemática que enfrentaban los países latinoamericanos para su desarrollo. No solo se recurrió al sistema de minidevaluaciones para aumentar la competitividad de nuestra industria nacional, pues se intuía que la aplicación aislada de esta política agravaría el problema inflacionario al encarecer constantemente los productos comerciables, sino que se adoptaron mecanismos fiscales que, como el CAT, promovieran nuevas exportaciones. Dentro de este mismo marco teórico se adelantó la creación de PROEXPO.

Dicho estatuto estaba diseñado para que los importadores pudieran recurrir a financiarse bien a través de la posición propia de los bancos establecidos en Colombia, de las cartas de crédito que estos otorgaban, o del endeudamiento externo directo. Además, y esto es lo que nos interesa resaltar para nuestro estudio, el sistema de depósitos previos de importación del artículo 83 podría administrarse de forma tal que impusiera cierta racionalidad al gasto de divisas en épocas de escasez o que indujera la agilización de giros al exterior en épocas de gran afluencia de reservas internacionales. Así como en otros tantos apartes del Decreto-Ley 444 de 1967, lo sorprendente y provechoso para las autoridades monetarias resulta ser la versatilidad de los mecanismos allí creados.

Si bien el sistema de depósitos previos de importación no era en sí mismo novedoso en nuestro país, lo relevante es que "el carácter de estos depósitos ha venido cambiando, pasando de ser un instrumento de control directo a las importaciones, a ser un instrumento de control monetario" (3). Cuando por primera vez el Decreto-Ley 637 de 1951, en su artículo 7o., dispuso un depósito previo del 10% sobre el valor por importar, su objetivo era el de frenar las importaciones. No obstante, este depósito, que era previo a la obtención de la licencia de importación (4), dejó de ser aplicado como un regulador de divisas para convertirlo en uno de los instrumentos de control monetario más eficaces del período. 1957-1973. Este período del depósito previo al registro de importación habría de finalizar en 1973, pero el carácter de instrumento monetario del sistema de depósitos continuaría bajo nuevas formas, como lo veremos más adelante.

Es claro que el equilibrio cambiario que se pretendía alcanzar en el largo plazo con el Decreto-Ley 444 de 1967 requería estrechar, simultáneamente, la brecha externa (importaciones-exportaciones) y la brecha interna (ahorro-inversión). Al lograrse solamente el primer objetivo, gracias al efecto conjunto del creciente endeudamiento externo y del boom de exportaciones menores durante el período 1970-1974, nuestra economía se ha visto abocada a serios problemas de excesos de demanda en el último lustro, por diversas razones (5).

Esta situación inflacionaria ha tratado de solucionarse trabajando en ambos lados del problema: de una parte, restringiendo la inversión interna y creando un mercado financiero que, reportando tasas reales positivas, permitirían incrementar el ahorro de la sociedad como un todo; y, de otra parte, estimulando las importaciones.

(3) Ibid, pág. 241.

(4) Su efectividad radicaba en que desde el mismo momento en que el importador se mostraba deseoso de comprar en el exterior, y empezaba a cursar la aprobación de la licencia, se veía en la obligación de realizar un depósito que fluctuó entre el 10% y el 28% del valor por importar. Esto se traducía en altos costos para el importador, pues significaba inmovilizar ese capital por períodos que oscilaron entre seis y diez meses. Véase J.J. Echavarría S. y L.J. Garay S., "Un análisis Preliminar de la actual Política de Liberación de Importaciones" en *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO, Vol. IX No. 3, Oct. 1979, pp. 85-88.

(5) E. Sarmiento P., "Ilusión y Realidad del Crédito Externo" en *Financiamiento Externo*, Op. cit. pp. 60-71.

Con respecto a este último punto, es sabido que a partir de 1974 se intentó implementar una clara política de liberación de importaciones: se redujeron numerosos aranceles (6), se realizaron traslados masivos de posiciones arancelarias de licencia previa al régimen de libre importación (7) y se suprimió momentáneamente el sistema de depósitos de importación.

Es claro que este proceso de estimulación de importaciones, que en un primer momento operó como una forma de exigir mayor eficiencia a la industria nacional, se vio reforzado con el auge del sector exportador a partir de 1975. Solo que desde ese momento la agilización de pagos por concepto de importaciones se adoptó como parte importante de la política de contracción monetaria. Así, a partir de 1977, el sistema de depósitos de importación se constituyó en el vehículo administrativo que permitiría cumplir tres objetivos de vital importancia para la política monetaria del momento: a) regular el mercado de certificados de cambio, b) agilizar los pagos al exterior y c) fiscalizar el cumplimiento de las fechas límites de giro.

II. Los programas de estabilización y los depósitos de importación.

2.1 El período 1970-1974

Podría afirmarse que desde principios de los años setenta el sistema de depósitos de importación empezó a utilizarse de una manera que pretendía combinar más claramente la racionalidad en el gasto de las divisas (8) con el objetivo de la contracción monetaria.

Hay por lo menos dos hechos que tienden a explicar esta necesidad. De una parte, dadas las restricciones crediticias que internamente encontraban los importadores y exportadores — aunque estos últimos recibirían cierta prefinanciación gracias al sistema de reintegros anticipados —, el endeudamiento en moneda extranjera (M/E) resultaba ser una nueva alternativa. Esto haría que importantes sectores económicos estuvieran por fuera del control monetario. De aquí la necesidad de hacer que aquellos que se endeudaran en M/E, se vieran en la obligación de reembolsar rápidamente esos préstamos al exterior. De otra parte, en la medida en que la situación cambiaria del país empezó a mejorarse desde principios de la década y se revitalizaron las importaciones, también se vio la necesidad de agilizar los pagos por concepto de importaciones (9). En el pasado se habían señalado tiempos límites de giro al exterior, pero no se contaba aún con un mecanismo que permitiera implementar de manera rigurosa el cumplimiento de dichos límites.

(6) En 1974 se modificaron más de 2.000 posiciones arancelarias, causando una disminución promedio del 5.8% en las tarifas. Dos años más tarde, se volvieron a afectar 1.308 posiciones, que, en general tendieron a reducir los aranceles en otro 5%. Véase J.J. Echavarría y L.J. Garay, Op. cit. pp. 75-88.

(7) En el período 1970-1975 este fue un proceso creciente que alcanzó su punto máximo en 1976, cuando se trasladaron cerca de 1.700 artículos, que a la postre representaron el 7% de las importaciones de ese año. *Ibidem*.

(8) En general los depósitos de importación representan siempre un costo adicional para el importador, pues significa la inmovilización de una porción de su capital por un determinado tiempo. Así, pues, podemos pensar que este costo implícito ad-valorem que genera el sistema de depósitos, lleva al importador a ser más eficaz en el uso de las divisas y/o a recargar estos costos adicionales en el consumidor final. Como veremos más adelante, en una economía como la nuestra, donde se ha pretendido suplir el sector que produce bienes de capital con la fortificación del sector exportador, la ausencia de una competencia industrial significativa tiende a generar un problema estructural de transmisión de precios externos hacia el interior del país.

(9) Véase J.C. Jaramillo y F. Montes N., "El comportamiento del endeudamiento privado externo para la financiación de importaciones: 1971-1977" en *Revista del Banco de la República*, marzo 1978, pp. 314-315.

Recordemos que el sistema de depósitos previos al registro había desempeñado hasta entonces un gran papel constraccionista, pero ahora se trataba de que él dejara de constituirse en un obstáculo para el programa de liberación de importaciones que se quería adelantar. En su reemplazo debería diseñarse un sistema que permitiera que el país realizara las importaciones que su favorable situación cambiaría le permitía afrontar, solo que dichos pagos deberían agilizarse para contrarrestar el crecimiento de la base monetaria.

Desde la Resolución 53 de 1964, el país disponía del sistema de "depósitos provisionales" que permitía que el Banco de la República dispusiera, con cierta anticipación al giro final, de un porcentaje del valor de la importación; es decir, ya se disponía de un mecanismo para agilizar los pagos, solo que no se había utilizado a fondo, no se habían explorado todas las posibilidades de los sistemas de depósitos de importación provisionales. Por Resolución 43 de 1973 este sistema de "depósitos provisionales" fue reforzado, ya que se entró a exigir, con veinte días de anticipación a la obtención de licencias de cambio, el 100% del valor por importar si se querían obtener del Banco de la República dichas licencias de cambio.

Sin embargo, esta medida no parecía suficiente para dotar a la autoridad monetaria de ese mecanismo que permitiría no solo agilizar —para eso estaban los tiempos límites de giro— sino fiscalizar el cumplimiento de estos límites. Es bajo estas circunstancias que se adoptan las Resoluciones 60 y 72 de 1973, donde encontramos la esencia de los llamados "depósitos previos a la nacionalización" (10), los cuales sí permitirían cumplir esta doble función. Sin lugar a duda, aquí radica la estructura básica del complejo sistema de depósitos previos que rige hoy en día (11).

Estas medidas de finales de 1973 permitirían que la autoridad monetaria fuese perfeccionando un sistema de control monetario cuya esencia se puede resumir así:

a) Dados unos tiempos límites para girar al exterior el valor total de la importación, se establecía la obligación del importador a realizar un depósito previo en pesos (una porción del valor a importar), el cual se ubicaría en el Banco de la República por intermedio de los bancos comerciales.

b) A cambio de dicho depósito se obtenía un "título de depósito en moneda legal para pagos al exterior" que tendría una fecha de vencimiento (v.gr. 24 ó 36 meses).

c) Estos "títulos", que no eran negociables ni devengaban interés alguno, serían utilizables para realizar pagos al exterior únicamente con anterioridad al vencimiento del tiempo límite de giro (v.gr. 6 meses o 36 meses, dependiendo del bien importado).

d) En el caso en que el importador no hubiese logrado reunir el faltante para completar el total (o sea, el valor por importar, menos el depósito previo) el Banco de la República congelaría el valor del depósito previo. ¿Cómo? No haciendo efectivo el valor de dichos títulos sino en su fecha de ven-

(10) Con anterioridad a 1973 pueden encontrarse algunos esbozos de lo que más tarde sería el complejo sistema de "depósitos previos a la nacionalización" (véase, p.e., la Resolución 72 de 1972), pero es con las Resoluciones 60 y 72 de 1973 que se obtiene la estructura fundamental de la actual legislación sobre depósitos de importación.

(11) En particular nos referimos a lo que serían las Resoluciones 53 de 1976 y 45 de 1979.

miento, es decir, dos o tres años más tarde. Como veremos más adelante, este principio por el cual la autoridad monetaria podría disponer de un depósito susceptible de ser congelado, ante el no cumplimiento con los tiempos de giro, se ampliaría el pago de fletes de importación. Así, pues, el objetivo fundamental de este tipo de depósitos, en combinación con la existencia de fechas límites de giro, era el de agilizar y controlar directamente los pagos al exterior, ellos servirían de alivio a la base monetaria y, por ende, ayudaría a controlar los medios de pago, y

e) Además, dado que la porción que no constituía depósito previo en efectivo debería girarse con certificados de cambio, esto permitiría que la autoridad monetaria regulara la utilización de ellos, lo cual se tornaría especialmente importante a partir de 1977, cuando se introduce el sistema de descuentos sobre dichos certificados.

CUADRO 1

Los depósitos de importación y el dinero base — 1970-1974

(Millones de pèsos a finales de)

	1970	1971	1972	1973	1974
Dinero base (A-B)	13.487	14.959	18.404	24.124	28.814
A. Activos totales	18.547	20.488	25.267	33.351	39.031
B. Pasivos no monetarios	5.060	5.529	6.863	9.227	10.217
a) Depósitos de importación	2.402	2.144	2.496	3.661	3.838
b) Certificados de cambio	45	216	184	69	467
c) Otros	2.613	3.169	4.183	5.497	5.912
Contracción vía depósitos de importación (a/A-B)18	.14	.14	.15	.13

Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

Al observar el cuadro 1, se encuentra, sin lugar a dudas, que en el período 1970-1974 los depósitos de importación desempeñaron un destacado papel contraccionista del dinero base: en promedio, estos representaron el 40% de los pasivos no monetarios y el 15% del dinero base. Dado que el crecimiento de las reservas internacionales era moderado (32%), en comparación al de años posteriores, el mayor peso de la contracción venía recayendo sobre el sector importador. Así, pues, se tiene que fue el sistema de depósitos de importación el que contribuyó de una manera especial a que la expansión primaria del dinero base, en los primeros cinco años de la década, no superara un ritmo de crecimiento compuesto del 16%. Como veremos a continuación, esta conclusión contrasta fuertemente con lo sucedido en años posteriores, cuando a pesar del crecimiento absoluto de los depósitos de importación, su contribución a la contracción primaria se redujo sensiblemente.

2.2 El período 1975-1980.

En el capítulo anterior hacíamos referencia al hecho de que, en el proceso de liberación de importaciones del período 1974-1976; se recurrió también a levantar algunos requisitos sobre estos depósitos de importación. A este respecto diremos que Resoluciones como la 5, 14 y 23 de 1974

tendieron, por el contrario, a imponer condiciones más onerosas para los importadores, no solo elevando el porcentaje del depósito previo de la Resolución 72 de 1973, sino también limitando los tiempos para reembolsar préstamos del exterior (nueve meses para bienes de utilización inmediata y tres años para bienes de capital). Pero es igualmente cierto que todas ellas se produjeron en los primeros meses de 1974 y que a finales de ese año se observó un relajamiento con las Resoluciones 48, 58 y 73. Esto continuó en el primer semestre de 1975 con la Resolución 29, que suspendió el "depósito provisional".

El sistema de depósitos de importación y de fechas límites para reembolsos de préstamos sobre el exterior solo dejó su laxitud a partir del segundo semestre de 1975. El flujo de divisas provenientes de la bonanza cafetera, que entonces se iniciaba, así lo exigía. Se buscó nuevamente agilizar los pagos de importaciones. Las Resoluciones 50, 51, 57, 63 y 77 de 1975 entraron a operar con esta directriz. Empero, su efecto contraccionista presentaría un claro rezago en el tiempo, como lo ilustraremos más adelante.

No siendo conveniente el continuar trabajando casi exclusivamente con este tipo de instrumentos que castigaban preferencialmente al sector importador (12), se emprendió un programa que lograra generar el ahorro interno no conseguido hasta el momento.

Como es ampliamente conocido, el programa de estabilización que se emprendió en diciembre de 1976 tenía como propósito central elevar el nivel de ahorro existente hasta entonces en nuestra economía, es decir, hacer un intento más por cerrar la brecha interna y revertir la brecha externa por el lado de los capitales. La parte fundamental de esta estrategia se encontraba en lograr congelar una parte considerable de los recursos financieros que ahora proporcionaban los sectores exportadores de café y otros productos.

Además del ahorro forzoso que significó el sistema de certificados de cambio y de la restricción impuesta a la inversión privada de mediano y corto plazo a través del encaje marginal, los depósitos de importación se constituyeron en el tercer gran instrumento en la lucha anti-inflacionaria del período 1976-1978 (13).

Con base en los mecanismos esbozados en las Resoluciones 60 y 72 de 1973, se crearon tres tipos de depósitos de importación: previos a la nacionalización, de fletes y de giro. A continuación pasamos a detallar su evolución y desempeño como instrumentos de control monetario.

2.2.1 Depósitos previos a la nacionalización.

Con el fin de agilizar los pagos al exterior por concepto de importaciones, la Junta Monetaria determinó, por medio de la Resolución 53 de 1976, que para poder obtener licencias de cambio destinadas

(12) Dada la baja elasticidad precio de las importaciones en Colombia, es bastante conocido el argumento de que altos costos de importación representan altos niveles de inflación para el país. El tipo de bienes que se importan tienden a generar una estructura muy particular de transmisión de precios externos a precios internos. Véase, por ejemplo, J.A. Ocampo y M. Cabrera, "Precios Internacionales, Tasa de Cambio e Inflación" en *Simposio sobre Mercado de Capitales 1980*, Asobancaria, pp. 80-88.

(13) Véase E. Sarmiento P., "Estabilización de la Economía Colombiana, diciembre 1976-1978" en *Revista del Banco de la República*, agosto 1978, pp. 1113-1115.

a la nacionalización de mercancías "sería requisito indispensable haber consignado en el Banco de la República, con anterioridad a la fecha de nacionalización respectiva, un depósito en moneda legal equivalente al 10% del valor en M/E de la correspondiente licencia de cambio".

De esta manera cabía la posibilidad de que el importador fuera doblemente penalizado en caso tal de no cumplir con las fechas límites para el giro al exterior: de una parte, se congelaba un porcentaje del valor por importar durante largo tiempo, corriéndose entretanto con los costos de devaluación, pues la liquidación del título se hacía a la tasa de cambio del día de la constitución del depósito; y, de otra parte, el importador se veía precisado a buscar nuevos recursos con el fin de cancelar la mercancía al exterior. Por el contrario, si el importador se ajustaba a los límites de giro, estos títulos podrían utilizarse como parte del pago final. Solo a partir de la Resolución 43 de 1977 se permitiría que estos títulos sirvieran además para otros pagos diferentes del último.

A primera vista, el sistema de depósitos previos de la Resolución 53 de 1976 dejaba fuera de su alcance un volumen importante de las importaciones, no solo porque originalmente no aplicaba para equipos y bienes de capital (14), sino porque implícitamente se llegaba a la conclusión de que las importaciones clasificadas como "no reembolsables" también estarían exentas, pues en este caso no había pie a giros para el pago del valor importado (15).

Este punto es de crucial importancia, pues esta podría ser una de las razones que explicarían, **ex-post**, el marcado crecimiento de las importaciones "no reembolsables" durante los años de 1976 y 1978 (16). Sin embargo, creemos que esta argumentación pierde fuerza si tomamos en cuenta que este sistema de depósitos previos se complementaría con el de giros, cuyas disposiciones imponían límites muy estrictos al reembolso de esos créditos al exterior, como lo detallaremos más adelante.

Con el fin de sintetizar al máximo el comportamiento de los depósitos previos a la nacionalización, hemos elaborado el cuadro 2. Allí se puede observar que la nueva modalidad de este depósito

(14) Además estarían exentas de la constitución del depósito las importaciones referidas a: a) Alimentos para consumo directo. b) Equipos y elementos para la dotación oficial de las fuerzas militares y de la policía nacional. c) Libros, folletos e impresos similares. d) Las cobijadas por sistemas de crédito de la Resolución 75 de 1975 y las del convenio de compensación celebrado con España. e) Sistemas especiales de importación-exportación.

(15) La Resolución 72 de 1973, tenía en principio, las mismas excepciones que la Resolución 53 de 1976, pero allí se había explicado que las importaciones no reembolsables estarían exentas del depósito previo.

(16) Obsérvese cómo ha ido cambiando su composición:

Porcentajes

	Reembolsables	No reembolsables	Total
1975	85	15	100
1976	76	24	100
1977	85	15	100
1978	81	19	100
1979	91	9	100
1980	87	13	100

Fuente: INCOMEX. La caída que se presenta a partir de 1979 obedece a la nueva clasificación de las "importaciones hechas con créditos reembolsables".

ENSAYOS SOBRE POLITICA ECONOMICA

aparece en agosto 30 de 1976. Tras cerca de un año de vigencia, estos habían alcanzado un nivel superior a los \$ 4.000 millones. A pesar de que en promedio solo venían aplicando al 83% del total de los registros de importación de bienes de utilización (17), los saldos trimestrales de los depósitos previos ascendían gracias al elevamiento del porcentaje fijado (30% en enero y 35% a partir de julio de 1977). Véase cuadro 2. Esta situación prevalecería cerca de dos años.

CUADRO 2

**Evolución de los depósitos de importación
previos a la nacionalización (Resolución 53 de 1976)**

Trimestre	Porcentaje requerido sobre el valor a importar		Forma de pago: (Porcentaje en)		Según Resolución:	Para embarques a partir de:	Saldo promedio trimestral (Millones de pesos)
	Bienes de utilización inmediata	Equipos y bienes de capital	Moneda corriente	Certificados de cambio			
1976 1	—	—	—	—	—	—	—
2	—	—	—	—	—	—	—
3	10	—	10	—	53/76	Ago. 30	—
4	10	—	10	—	—	—	466.5
1977 1	30	—	30	—	85/76	Ene. 10	1.710.0
2	30	—	30	—	—	—	3.147.5
3	39	—	35	—	43/77	Jul. 1o.	4.065.7
4	35	—	Mínimo 25	Hasta 10	64/77	Nov. 16	4.474.1
1978 1	35	—	Mínimo 20	Hasta 15	1/78	Ene. 19	4.210.9
2	35	—	Mínimo 10	Hasta 25	10/78	Feb. 16	—
3	35	—	Mínimo 10	Hasta 25	—	—	4.609.9
4	35	—	No hay mínimo(a)	Hasta 35(a)	33/78	Jul. 6	4.578.0
1979 1	35	—	No hay mínimo	Hasta 35	—	—	5.002.3
2	35	—	35	—(c)	6/79	Feb. 1o.	4.857.1
3	35	20	35 ó 20(b)	—	45/79	Jul. 1o.	4.818.6
4	35	35	35	—	52/79	Ago. 16	5.182.6
1980 1	35	35	35	—	—	—	6.635.6
2	35	35	35	—	—	—	7.786.3
3	35	35	35	—	—	—	8.525.8
4	35	35	35	—	—	—	9.069.2
							9.661.2

(a) Es decir, la totalidad del depósito previo a la nacionalización se podría hacer en certificados de cambio.

(b) Según se trata de bienes de utilización o bienes de capital, respectivamente. (c) Se suspendía entonces la posibilidad de cualquier pago del depósito previo con certificados de cambio. Fuente: Elaborado con base en resoluciones de la Junta Monetaria y balances consolidados de los bancos comerciales.

(17) Incluye bienes de consumo y materias primas.

La imposición de hacer un depósito previo bajo la forma de efectivo tuvo un efecto importante sobre la compraventa de divisas que realizaba el Banco de la República, pues significa que una porción del giro no podría hacerse con certificados de cambio. Esto traería como consecuencia un incremento importante en la venta de divisas que realizaba el Banco de la República a los importadores y, por ende, incrementaba las utilidades de la cuenta especial de cambios en su renglón de compraventa de divisas (18).

Sin embargo, dado que hubo momentos en que el depósito previo a la nacionalización se pudo constituir parcial o totalmente en certificados de cambio —entre noviembre de 1977 y febrero de 1979— este efecto sobre la cuenta especial de cambios se vio amortiguado (19). El giro al exterior con certificados de cambio significaba que esa porción del pago se realizaba con divisas que nunca se habían monetizado y que en realidad correspondían a la utilización directa de divisas que habían reintegrado, por ejemplo, los exportadores, solo que ahora ellas se encontraban bajo la forma de certificados de cambio.

Más adelante intentaremos realizar un balance preciso de cómo los cambios en estas disposiciones afectaron los saldos de los depósitos. Es indudable que existe otra serie de factores administrativos, más allá del propio porcentaje del depósito, que tendieron a incidir sobre la efectividad de este mecanismo como agilizador de pagos al exterior. En particular podemos pensar que las disposiciones sobre exenciones del depósito para algunos bienes de capital, dependiendo de su destino y la forma de financiación, afectaron dicho nivel.

2.2.2 Depósito de fletes.

Esta línea habría de operar en forma similar a la de depósitos previos a la nacionalización. Si bien desde la Resolución 4 de 1977 se había impuesto un límite de seis meses para girar el 100% del valor del servicio de fletes al exterior, no existía aún un mecanismo que permitiera vigilar de manera efectiva el cumplimiento de esta medida.

En vista del buen resultado del sistema creado por la Resolución 53 de 1976, se trató de extenderlo al caso de los fletes a través de la Resolución 30 de 1977. Dado que en el país existe la modalidad de cancelar el valor de los fletes de importación a través de agentes transportadores establecidos en el país, quienes tienen su conexión directa con la empresa que presta el servicio de transporte en el exterior, la Junta Monetaria determinó que **al día siguiente** de que dicha agencia recibía el pago de manos del importador, esta debería depositar en el Banco de la República en moneda nacional (M/N), el equivalente al 80% del valor del servicio.

De esta manera, la autoridad monetaria podría asegurarse de si el giro total del valor del servicio se hacía antes del plazo máximo otorgado por la Junta Monetaria, ya que el depósito de fletes sería

Véase J.C. Jaramillo y A. Montenegro, *La Cuenta Especial de Cambios* (Documento del Banco de la República en elaboración, junio 1981).

(19) En aquellos casos de incumplimiento por parte del importador, estos certificados de cambio serían adquiridos por el Banco de la República antes de su fecha de vencimiento.

requisito para que el importador pudiese obtener las licencias de cambio (20). Como veremos en la siguiente sección, el depósito de fletes se articulaba con el depósito de giro de manera similar como lo hacía el previo a la nacionalización con el de giro.

Como se observa en el cuadro 3, la legislación sobre los depósitos de fletes no ha sufrido mayores cambios desde la Resolución 30 de 1977. Vale la pena destacar únicamente tres cambios: a) la ampliación del tiempo límite para que el agente transportador hiciera el depósito en el Banco de la República (veinte días según Resolución 36 de 1977), dado que resultaba bien difícil hacerlo en un día, b) la posibilidad que introdujo la Resolución 1 de 1978 de hacer la totalidad del depósito en certificados de cambio y c) la posibilidad de computar estos títulos como parte del depósito de giro de la Resolución 19 de 1979, a partir de la Resolución 45 de 1980.

CUADRO 3
Evolución de los depósitos de fletes de importación
(Resolución 30 de 1977)

	Porcentaje requerido sobre el valor del servicio en US\$		Tiempo límite para que el agente transportador hiciera el depósito: (días)	Según resolución	Para embarques hechos a partir de:	Saldo promedio trimestral (Millones de pesos)
1977 1	100(a) en M/C		—	4/77	Feb. 2	—
2	80 en M/C		1	30/77	Jun. 1	—
			20	36/77	Jun. 10	—
3	80 en M/C		20	—	—	52.1
4	80 en M/C		20	—	—	121.9
1978 1	80 en M/C o en Certificados de Cambio		20	1/78	Ene. 18	232.5
2	80 en M/C o en Certificados de Cambio		20	—	—	534.1
3	80 en M/C o en Certificados de Cambio		20	—	—	572.0
4	80 en M/C o en Certificados de Cambio		20	—	—	719.4
1979 1	80 en M/C		20	19/79	Feb. 26	552.5
2	80 en M/C		20	—	—	411.5
3	80 en M/C		20	—	—	514.8
4	80 en M/C		20	—	—	512.5
1980 1	80 en M/C		20	—	—	505.9
2	80 en M/C		20	—	—	434.5
3	80 en M/C(b)		20	45/80	Sep. 27	453.2
4	80 en M/C		20	—	—	163.4

(a) Desde febrero 2 se había puesto un plazo máximo de seis meses, a partir del conocimiento de embarque, para girar al exterior la totalidad de valor de fletes. No obstante, el sistema de depósitos de fletes solo empezaría con la Resolución 30 de 1977. (b) El plazo de utilización de estos "títulos" como giro de fletes al exterior sería de cinco meses a partir de la fecha de expedición y empieza a acogerse al depósito de giro del 95%. Fuente: Elaborado con base en resoluciones de la Junta Monetaria y balances consolidados de los bancos comerciales.

(20) Si el agente transportador no cumplía con el tiempo límite, los títulos que recibían a cambio del depósito no podrían utilizarse para el pago de fletes. El Banco de la República solo haría efectivos esos títulos 24 meses más tarde a la tasa de cambio del día de su constitución. Como en el caso en el que los importadores incumplían con los tiempos de giro, aquí la penalización para el agente transportador era doble: de una parte, significaba la congelación del depósito durante un periodo de dos años, tiempo en el que se corría con el costo de la devaluación y, de otra parte, significaba conseguir nuevos recursos para cancelar oportunamente la deuda con la casa extranjera que prestó el servicio. En este último caso, no solo se enfrentaba el costo de la devaluación, sino también el de la tasa de interés por mora que podría cobrar la compañía transportadora desde el exterior.

Esta modificación en la forma de pago cumplía con el objetivo de dar un mayor mercado a los certificados de cambio, como lo explicáramos en el caso de la Resolución 64 de 1977 para los depósitos previos.

Si bien el saldo promedio trimestral de los depósitos de fletes nunca superó el pico de los \$ 720 millones del último trimestre de 1978 (véase cuadro 3), este sistema imponía una condición más para que los importadores agilizaran sus pagos al exterior.

Como veremos a continuación, la efectividad de las normas sobre tiempos límites de giro radica en que el importador tuviera que demostrar que había cumplido con los requisitos de los depósitos previos y de fletes para poder proceder a la nacionalización de la mercancía.

2.2.3 Los depósitos de giro y los límites a reembolsos de préstamos en moneda extranjera.

La esencia del instrumento de depósitos de importación radica en la fijación de una fecha límite para haber cancelado el total de la importación. Es importante resaltar, por ejemplo, que la Resolución 4 de 1977 había fijado esos límites, contados a partir de la fecha de embarque, en seis meses para bienes de utilización y en treinta y seis meses para equipos y bienes de capital.

Recordemos que, por la Resolución 53 de 1976, los importadores solo obtendrían las divisas para cumplir con sus obligaciones del exterior si habían realizado un depósito previo a la nacionalización y un depósito de fletes, según Resolución 30 de 1977. Pues bien, el Banco de la República, por orden de la Junta Monetaria, creó una línea contable denominada "depósitos de giro Resolución 46 de 1977" con el fin de registrar allí lo correspondiente a los "títulos de consignación para la obtención de licencias de cambio" que permitieran cumplir con los tiempos límites de giro. Según esta resolución, toda aprobación de licencias de cambio para cancelar bienes de utilización al exterior tendría como requisito el depositar en efectivo el 40% del total por importar y en el caso de otros giros (incluyendo bienes de capital) sería el 60%. Si bien este era en términos absolutos un depósito de mayor valor, comparado por ejemplo con el previo a la nacionalización o el de fletes, es claro que su volatilidad era mucho mayor; es decir, el tiempo por el cual el Banco de la República mantenía ese depósito era relativamente corto, pues el giro al exterior se hacía casi inmediatamente.

La introducción de este depósito de giro le restaba un importante mercado a los certificados de cambio, a la vez que permitía cumplir con los tiempos límites de giro. Obsérvese como quedaba la forma de pago al exterior según la Resolución 46 de 1977:

(Situación en julio de 1977)

	Bienes de utilización inmediata	Otros giros
Pago en efectivo, dep. prev. Nal. (R 43/77)	35%	—
Pago en efectivo, dep. giro (R. 46/77)	40%	60%
Pago en certificados (saldo)	25%	40%
Total	100%	100%

Obsérvese que el depósito de giro del 40% para bienes de utilización inmediata no era entonces acumulativo, es decir dentro de él no se podía contabilizar el depósito previo a la nacionalización del 35%. Esto arroja como saldo un 25% que podía girar con certificados de cambio.

En el cuadro 4 hemos resumido la evolución de este tipo de depósitos. En primer lugar, se puede observar que las condiciones de pagos de importación venían haciéndose más rígidas desde la Resolución 43 de 1977. Recordemos que la forma en que la autoridad monetaria podía agilizar el pago de importaciones no reembolsables, ya que ellas estaban exentas del depósito previo de la Resolución 53 de 1976 (21), era imponiendo tiempos límites para reembolsar préstamos al exterior. Pues bien, mediante la Resolución 43 de 1977 dichos límites se acortaron, tanto en el caso de los bienes de utilización como en el de los bienes de capital. Sin embargo, continuaron existiendo algunas excepciones y prórrogas especialmente en el caso de las financiaciones directas del exterior (22).

En segundo lugar, la legislación sobre giros al exterior se hizo más exigente respecto al tiempo límite para haber cancelado al exterior el monto total de la importación a partir de agosto de 1977. La Resolución 52 de 1977 dispuso que los límites de giro serían: cinco meses para importaciones de bienes de utilización inmediata y treinta y seis meses para las de equipos y bienes de capital. Como se observa en el cuadro 4, las medidas tomadas a este respecto hacia mediados de 1977 fueron lo suficientemente drásticas como para no permitir que la autoridad monetaria acertara aún más estos límites en el período 1978-1980.

En tercer lugar es importante destacar que, si bien tendieron a realizarse numerosas modificaciones en cuanto a prórrogas para reembolsos de préstamos al exterior, la difícil situación monetaria de 1979 exigió el elevamiento del porcentaje del depósito de giro hasta un 95%, según Resolución 19 de 1979. Esto es lo que explica que el nivel de estos "depósitos de giro" alcanzara su tope en el segundo trimestre de 1980, al contabilizar cerca de \$ 4.800 millones.

Respecto a la Resolución 19 de 1979, que impuso un depósito de giro del 95% para todo tipo de pagos al exterior, excepción hecha de los de fletes, obsérvese los cambios que introdujo en la forma de pago:

(Situación en agosto de 1979)

	Todo tipo de bienes
Pago en efectivo, depósito previo Nal. (Resolución 52 de 1979)	35%
Pago en efectivo, complemento (Resolución 52 de 1979)	60%
Total pago en efectivo, depósito giro (Resolución 19 de 1979)	95%
Pago en certificados (saldo)	5%
Total	100%

(21) Véase la Sección 2.2.1.

(22) El comportamiento de la financiación externa directa, vis a vis el de la financiación interna en M/E, se analizará en otro documento. véase S. Clavijo, **La financiación a los importadores 1976-1980**. Op. cit.

CUADRO 4
Evolución de los depósitos de giro de importación
(Resolución 46 de 1977)

Trimestres	Porcentaje requerido sobre el valor a importar	Meses										Según Resolución	Para embarques a partir de:	Saldo promedio trimestral (millones de pesos)
		Tiempo límite de giro total al exterior a partir de la fecha de embarque (a)		Bienes de Equipos y bienes de capital via:		Bienes utilización interna		Equipo y bienes de utilización interna		Directa				
		Bienes de utilización inmediata	Equipos y bienes de capital	Equipos y bienes de capital via:	Equipos y bienes de capital via:	Directa	Equipo y bienes de utilización interna	Equipo y bienes de utilización interna	Directa					
1977 1	95	6	36	6(c)	36(c)	36(c)	36(c)	36(c)	36(c)	36(c)	4/77	Feb. 2	—	
2	—	6	36	6	36	36	36	36	36	36	—	—	—	
3	—	6	36	5	4	36	36(d)	36	36	36	43/77	Jul. 10.	1.165.2	
4	40	60	36	5	4	36	36	36	36	36	46/77	Jul. 13	—	
1978 1	40	60	36	5	4	36	36	36	36	36	52/77	Ago. 24	—	
2	40	60	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	1.529.4	
3	40	60	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	—	
4	40	60	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	—	
1979 1	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	44/78	Oct. 20	1.413.2	
2	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	1.618.5	
3	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	1.554.0	
4	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	1.255.8	
1979 1	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	19/79	Feb. 25	1.875.4	
2	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	3.833.6	
3	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	45/79	Jul. 10.	3.763.3	
4	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	3.691.6	
1980 1	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	2/80	Ene. 30	3.751.0	
2	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	14/80	Feb. 13	—	
3	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	4.811.6	
4	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	4.395.6	
4	95	95	36	5	4	36	36	36	36	36	—	—	4.250.6	

(a) Aplica sólo para importaciones reembolsables.

(b) Según Resolución 17 de 1976, los impresos y similares tendrían un plazo máximo de dieciocho meses.

(c) Esto según Resolución 17 de 1976.

(d) Para el caso de haber solicitado prórroga a la Junta Monetaria y haber sido aceptada.

(e) Las financiacines de fomento dadas por las corporaciones tendrían un máximo de siete años, según Resolución 44 de 1978, para embarques hechos a partir de octubre 20 de 1978.

(f) Este plazo solo sería prorrogable, por un máximo de treinta días, para importaciones hechas por el artículo 132 del Decreto-Ley 444 de 1967. Además, los plazos máximos para cubrir giros y préstamos también se empezarian a aplicar a importaciones de zonas francas, según Resolución 45 de 1979.

(g) Excluye las importaciones de licencia global, que tendrían un plazo de sesenta meses, según Resolución 45 de 1979.

(h) Se otorgarian prórrogas para casos de licencias globales.

(i) Se restringe el otorgamiento de prórrogas para préstamos externos del artículo 128 Decreto-Ley 444 de 1967.

Fuente: Elaborado con base en resoluciones de la Junta Monetaria y balances consolidados de los bancos comerciales.

ENSAYOS SOBRE POLITICA ECONOMICA

A diferencia de la Resolución 46 de 1977 esta sí permitía contabilizar dentro del 95% del depósito de giro el 35% del depósito previo a la nacionalización. Esto significa que la suma de ambos debería ser igual al 95%, dejando solo un 5% para certificados de cambio.

Por último, es importante ilustrar cómo quedó el depósito de fletes cuando la Resolución 45 de 1980 dejó de eximirlo del depósito de giro de la Resolución 19 de 1979.

(Situación en septiembre de 1980)

	Todo tipo de bienes
Pago en efectivo, depósito fletes (Resolución 30 de 1977)	80%
Pago en efectivo, complemento (Resolución 30 de 1977)	15%
Total pago en efectivo, depósito de giro (Resolución 19 de 1979)	95%
Pago en certificados, saldo	5%
Total	100%

Obsérvese entonces que el depósito de fletes empieza a articularse con el de giro de manera similar al depósito previo a la nacionalización.

Del análisis de estos tres mecanismos de depósitos de importación (previos, fletes y giro) se desprende que los cambios en la celeridad de la entrada de divisas durante el periodo de 1975-1980 tendieron a enfrentarse, aparte del sistema de descuentos en los certificados de cambio y del encaje marginal, con modificaciones a porcentajes de estos depósitos que, a la vez que agilizaban los giros, permitían controlar el volumen de los certificados de cambio. Mientras no cambiara el ritmo de las importaciones, basta elevar el porcentaje de los depósitos en efectivo para mantener en el mercado una mayor proporción de certificados de cambio sin utilizar.

2.3 Balance global.

A continuación realizaremos un balance global del comportamiento de los depósitos de importación tratando de integrar los cambios legislativos con el resultado en términos de control monetario (23). A este respecto hemos intentado dos tipos de análisis: uno en el que se presta atención al efecto de los principales cambios legislativos sobre el nivel promedio de los saldos de depósitos de importación, y otro en el que se muestra el papel contraccionista de dichos depósitos respecto de la base monetaria.

(23) Obsérvese que este balance podría hacerse evaluando la agilización de los pagos al exterior a través de una relación depurada entre el valor de las licencias de cambio aprobadas por concepto de importaciones y el valor de los registros de importación. Esto conllevaba, sin embargo, serias dificultades estadísticas que hacían poco aconsejable adoptar este método. En el capítulo III podrá encontrarse una evaluación econométrica de cómo respondieron estos depósitos frente al movimiento de las tasas de interés y la situación cambiaría del país. Véase M. C. Berrio N. y M. Cabrera F., **Efecto Monetario de la aceleración de giros al exterior por importaciones de bienes** (documento presentado en la XVII Reunión de Bancos Centrales del Continente Americano, Banco de la República, Nov. 1980). Cap. V, donde se explican los numerosos problemas que supone el hacer una evaluación directa de la agilización de pagos al exterior.

En lo que hace al primer tópico, la figura 1 nos permite observar:

a) Que entre enero de 1974 y junio de 1976, el saldo promedio trimestral del total de los depósitos de importación desciende constantemente hasta alcanzar un mínimo de unos \$ 400 millones, lo cual es un claro reflejo del período de relajamiento que en este aspecto impuso la política de liberación de importaciones anteriormente comentada (véase numeral 2.1). Recuérdese que esta política también obedecía a una coyuntura en la que aún no aparecían los problemas monetarios y en la que, por el contrario, se mostraba cierta flexibilidad frente al endeudamiento externo como una medida de compensación frente a la débil situación de reservas internacionales.

b) Que fue el sistema de depósitos previos de la Resolución 53 de 1976 el que permitiría que este instrumento de política monetaria adquiriera su rigidez habitual, haciendo que en menos de un año se superara el nivel promedio de principios de 1974 (24).

(c) Que, en efecto, el sistema de depósitos de fletes no representaría mayor importancia desde el punto de vista del volumen comprometido, sino en el sentido de complementariedad administrativa de la Resolución 53 de 1976.

d) Que en 1979, dado el gran crecimiento de las reservas internacionales, el sistema de depósitos se reforzó con la Resolución 19, en lo correspondiente a giros, y con las Resoluciones 45 y 52 en todos sus demás aspectos, logrando un incremento de más del 50% en el total de los depósitos de importación en menos de un año.

e) Y finalmente, es relevante señalar que, a pesar del vertiginoso ascenso del total de depósitos de importación —hasta alcanzar un promedio de \$ 14.000 millones en el último trimestre del año pasado— y del relativo éxito en su combinación con otras políticas de estabilización de precios, la base monetaria mostró también un ascenso continuado durante todo este período, registrando un nivel de \$ 168.000 millones a diciembre de 1980.

Es claro que para profundizar sobre este último aspecto se requiere desagregar los componentes de la base monetaria. El cuadro 5 nos permite observar que, si bien en el período 1977-1980 los depósitos de importación promediaron cerca de \$ 9.000 millones, la contracción monetaria realizada por esta vía tan solo representó el 20% de los pasivos monetarios y el 7.5% de la base monetaria. En uno y otro caso estas cifras representan la mitad de la contracción monetaria realizada entre 1970 y 1974.

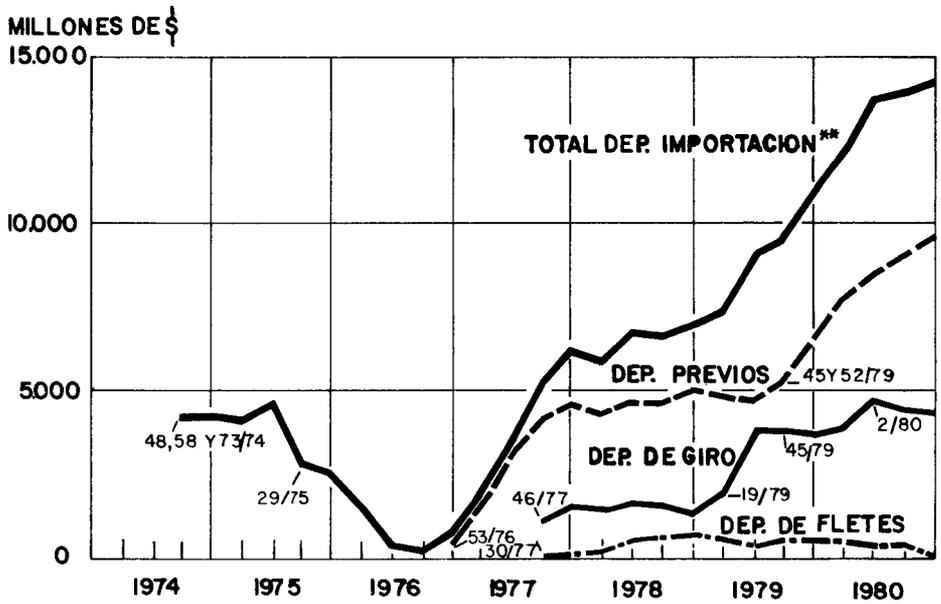
En general, se puede afirmar que esto refleja dos épocas de la política monetaria en los años setenta: una en la que el instrumento de depósito de importación bastaba para realizar una porción importante de la contracción primaria deseada, es decir, la del período 1970-1974, cuando la contracción por este concepto promedió un 15% del total del dinero base; y otra época en la que,

(24) Es importante destacar que esta fue una medida que empezó a tener efectos casi inmediatos, a diferencia de las tomadas a finales de 1975, que también pretendían recuperar la efectividad del instrumento.

dado el crecimiento de las reservas internacionales, este instrumento tuvo que volverse complemento de otros aún más efectivos, como el de los certificados de cambio durante el período 1976-1980.

FIGURA 1

Evolución de los depósitos de importación



* Los números que aparecen bajo las curvas corresponden a las principales resoluciones de la Junta Monetaria sobre la materia.
 ** Incluye otros.

CUADRO 5

Los depósitos de importación y el dinero base: 1975-1980

(Millones de pesos a finales de:)

Conceptos	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Dinero Base (A-B)	37.120	52.843	74.070	100.281	130.823	168.788
A. Activos totales	46.928	66.145	104.796	134.285	178.116	238.477
B. Pasivos no monetarios	9.808	13.302	30.726	34.004	47.296	69.692
a) Depósitos de importación	2.039	897	5.344	6.693	10.186	13.724
Previos a nacionalización	()	(812)	(4.001)	(5.064)	(7.023)	(9.219)
Fletes Resolución 30 de 1977	()	()	(181)	(618)	(434)	(89)
Giro Resolución 46 de 1977	()	()	(1.108)	(982)	(2.702)	(4.397)
Otros	(2.039)	(85)	(54)	(29)	(27)	(19)
b) Certificados de cambio	688	267	13.140	12.997	12.168	11.791
c) Títulos canjeables	782	3.982	2.591	3.416	4.672	5.598
d) Títulos participación	500	840	—	—	7.066	20.002
e) Otros pasivos	5.799	7.316	9.651	10.898	13.204	18.577
Contracción vía depósitos imp. ^(a/A-B)05	.02	.07	.07	.08	.08

Fuente: Banco de la República y balances consolidados de bancos comerciales.

Como es sabido, el resto de la política de control a través de los pasivos no monetarios se diseñó con base en los certificados de cambio, los títulos canjeables y, de manera más reciente, con los títulos de participación, como lo ilustra el cuadro 5.

Una vez explicada y analizada esta intrincada legislación que se tejió en torno al sistema de depósitos de importación, y sobre la que resulta difícil precisar su cobertura por las innumerables y cambiantes exenciones que han existido, trataremos de cuantificar sus incidencias sobre los costos de importación y de desarrollar una serie de estimaciones econométricas que nos permitan tener una idea más precisa de su impacto macroeconómico.

III. Los costos del sistema de depósitos.

Exigirle al importador que realizara un depósito previo al registro de la importación y mantenerle inmovilizado ese dinero hasta dos o tres meses después de la nacionalización llegó a tener un costo de \$ 18.6 por cada \$ 100 de importación efectuada hacia mediados de los años sesenta. Sin embargo, con la abolición de este tipo de depósitos previos al registro, en 1973, los importadores tuvieron una época de alivio financiero, pues desaparecieron este tipo de costos adicionales (25). Como se explicó en el capítulo pasado, el crecimiento de las reservas internacionales hizo imperioso el

(25) Véase C. Díaz-Alejandro, *Foreign trade Regimes and Economic Development* (National Bureau of Economic Research, New York, 1976) pp. 111-115.

restablecer el sistema de depósitos de importación con las nuevas modalidades señaladas. De esta manera, volvió a adquirir importancia el costo implícito de los sistemas de depósitos, siendo el más relevante el ocasionado por el depósito previo a la nacionalización (26).

En las columnas numero 1 del cuadro 6 se puede observar que, a medida que el porcentaje del depósito previo para los bienes de utilización se fue incrementado (véase cuadro 2), al igual que la tasa de interés doméstica (27), este costo implícito *ad-valorem* del depósito previo a la nacionalización fue en claro ascenso desde finales de 1976, hasta principios de 1978.

Esto significó que, a partir de 1977, por cada \$ 100 de importación de bienes de utilización, el importador tuvo que disponer, en promedio, de una suma creciente para cumplir con el depósito previo a la nacionalización: \$ 3.7, \$ 3.8, \$ 4.9 y \$ 5.7, respectivamente. En el caso del depósito previo para equipos y bienes de capital obsérvese que, a pesar de que el costo de mantener el depósito por treinta y seis meses llega a niveles del 26% en 1980 (véase la última columna 1 del cuadro 6), comparativamente, el mantenerlo durante cinco meses resulta inferior que el costo del depósito previo de los bienes de utilización inmediata (véase cuadro 6) (28).

Con frecuencia se tiende a desconocer en el cálculo del costo implícito del depósito previo un factor compensatorio que beneficia a los importadores; nos referimos al hecho de que esa porción del giro no sufre los rigores de la devaluación mientras permanece en el Banco de la República, ya que este asume el costo de la devaluación. Este cálculo aparece en las segundas columnas del cuadro 6. Obsérvese que este componente es especialmente importante en años de alta devaluación, como 1980. Si bien este beneficio de estar aislado de la devaluación, hace que el costo implícito neto sea menor de lo pensado, este continúa siendo importante.

Si, en general, los importadores enfrentaron estos costos implícitos crecientes, la estructura complementaria de nuestro sector externo nos estaría sugiriendo que estos importadores trataron de descargar estos mayores costos sobre el consumidor final, incrementando así la inflación doméstica a través de un claro mecanismo de transmisión de precios externos a internos (29). No obstante el resultado final de dicho intento sabemos que se encuentra determinado, al menos parcialmente, por la estructura de la demanda por importaciones existentes en el país. Por ejemplo, en aquellos casos en que la demanda doméstica por ciertos bienes finales fuese elástica al precio, la

(26) Los depósitos de giro también ocasionan un costo implícito para los importadores, pero dado que estos son mantenidos por poco tiempo por el Banco de la República, no resulta relevante el cálculo de su costo. Al respecto véase J.J. Echavarría y L.J. Garay, Op. cit. pág. 88.

(27) Las razones para tomar la rentabilidad efectiva anual de los CAT a noventa días como *proxy* de la tasa activa de interés doméstica se discuten con detalle en otro documento, véase S. Clavijo V., **La financiación a los importadores 1978-1980**, Op. cit.

(28) Sin embargo, es importante aclarar, especialmente para este segundo caso, que estos costos están calculados bajo el supuesto de que el giro no se realiza sino cuando se acerca el plazo de vencimiento. Es claro que este comportamiento de los importadores dependerá, en buena medida, del diferencial existente entre el endeudamiento interno y externo. Si, como se demostrará más adelante, este diferencial fue creciente y en favor de las tasas de interés domésticas, nuestro supuesto se halla justificado y esto nos permite realizar la comparación entre los costos del depósito para bienes de utilización inmediata y bienes de capital para el caso en que él se mantiene durante cinco meses.

(29) Sobre este tema de la inflación estructural véase J.A. Ocampo y M. Cabrera, Op. cit.

CUADRO 6

Costo implícito ad-valorem neto del depósito previo a la nacionalización

(Resolución 53 de 1976)
(Porcentajes)

Equipos y bienes de capital** Trimestres	Bienes de utilización inmediata**			Costo de mantener el depósito cinco meses			Equipos y bienes de capital**			Costo de mantener el depósito treinta y seis meses		
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)
1976 4	1.12	0.41	0.71	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1977 1	2.69	0.96	1.73	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2	3.36	0.48	2.88	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3	4.37	0.04	4.33	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4	4.23	0.74	3.49	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1978 1	4.54	1.15	3.39	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2	3.64	1.02	2.62	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3	3.70	1.30	2.40	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4	3.48	1.40	2.08	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1979 1	4.63	1.72	2.91	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2	4.73	1.44	3.29	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3	5.01	0.87	4.14	2.38	0.87	1.51	18.46	6.08	12.38	18.46	6.08	12.38
4	5.32	0.66	4.66	3.06	0.66	2.40	24.31	7.59	16.72	24.31	7.59	16.72
1980 1	5.27	1.44	3.83	3.01	1.44	1.57	23.86	8.19	15.67	23.86	8.19	15.67
2	5.48	2.06	3.42	3.12	2.06	1.06	24.79	9.80	14.99	24.79	9.80	14.99
3	6.19	2.14	4.05	3.30	2.14	1.16	26.38	10.95	15.43	26.38	10.95	15.43
4	5.90	2.24	3.66	3.23	2.24	0.99	25.73	12.00	13.73	25.73	12.00	13.73

(1) Es el resultado de calcular el valor presente (VP) del costo del depósito previo (CDP) para el importador, o sea:

$$VP = \frac{V_{\text{Futuro del CDP}}}{(1+r)^n} = \frac{\% \text{ Dpto.} \cdot (1+r)^n - \% \text{ Dpto.}}{(1+r)^n}$$

Aquí n = Número de meses que se mantiene el depósito

r = Tasa de interés mensual (hemos convertido la rentabilidad efectiva anual de los CAT de noventa días ponderados a tasas nominales de interés mensual).

(2) Corresponde al beneficio de no haber estado sujeto a la devaluación, calculado así: (devaluación ocurrida en n) X (% Dpto.). ** Con las excepciones correspondientes. Fuente: cuadros 2 y 4.

demanda derivada por importaciones de insumos y/o equipos involucrados en esa producción tendería a dificultar este proceso de transmisión del costo del depósito al consumidor doméstico. En este caso, la elasticidad-precio del bien final tiende a reflejarse, en cierto grado, en la demanda por importaciones de insumos y/o equipos (30).

Así las cosas, nuestro cuadro 6 puede recibir otra interpretación adicional sumamente importante para esclarecer futuras presiones inflacionarias. Si transferimos el valor presente del costo implícito del depósito previo a un valor futuro, encontramos, por ejemplo, que los importadores de bienes de utilización tenderían a recargar el precio de los bienes importados en el último trimestre de 1980 en un 5.0%. Esto significa que, si estas mercancías son nacionalizadas y vendidas hacia mediados del presente año, su precio final debería haberse recargado en este porcentaje para que el importador cubriese el costo adicional que representó el cumplir con el depósito previo a la nacionalización.

Creemos que no hace falta dar más argumentos para sacar la conclusión de que este instrumento de política monetaria puede inducir algunas presiones inflacionarias a través del alza en los productos importados debido a los costos implícitos del sistema de depósitos previos. Calcular qué proporción de estos costos ha logrado recaer sobre el consumidor final, estableciendo el círculo vicioso de la pugna distributiva frente a la persistente inflación, cae fuera de los marcos de nuestro análisis. Queda señalada, sin embargo, la contradicción de este instrumento monetario que, de una parte, pretende controlar la expansión primaria del dinero base, pero que, de otra, genera presiones inflacionarias a través del incremento de los costos de importación.

IV. Algunas estimaciones econométricas referidas a los depósitos de importación.

Las ideas desarrolladas en los capítulos anteriores, sirven de base para intentar establecer una serie de relaciones econométricas que nos permitan explicar y predecir el comportamiento de los depósitos de importación. El presente capítulo se ha dividido en tres secciones de acuerdo con las necesidades de especificación y estimación de los depósitos previos a la nacionalización, los depósitos de giro y el total de los depósitos de importación, respectivamente.

4.1 Depósitos previos a la nacionalización (DPN) *.

4.4.1 Especificación.

La variable DPN es un **stock** constituido por aquellos depósitos que permanecen en el Banco de la República debido a un comportamiento muy particular de los importadores, que aquí pretendemos explicar.

(30) Véase H.J. Gómez R., "Estimación de la Demanda Colombiana de Importación de Bienes Intermedios y de Consumo en los años setenta", Documento de Trabajo No. 3, Banco de la República, enero 1981, pp. 12-18.

* A partir de aquí, hemos creado abreviaturas para resumir los conceptos y las variables más importantes. Al final de este capítulo aparece un glosario de abreviaturas al cual puede recurrir el lector si desea confirmar el significado de ellas.

Este stock puede explicarse, **ex-ante**, por los deseos de importación reflejados en la constitución de los registros de importación (RM). A pesar de que presentan ciertas deficiencias estadísticas, las cuales detallaremos más adelante, es importante recalcar que esta es la única serie por la cual se puede guiar actualmente la autoridad monetaria para fines predictivos. Además, creemos que, en ausencia de una situación de pánico causado por expectativas de fuertes restricciones a las importaciones, los registros de importación servirán como un buen indicativo del monto de las importaciones por realizarse y, por lo tanto, de los depósitos que habrán de constituirse (31). Así, pues, ante la carencia de un mejor indicador, se tomaron los registros de importación con el propósito de explicar, con algún rezago, los niveles de los DPN.

Estos depósitos también presentan unos determinantes, **ex-post**, que explican por qué se mantienen esos saldos en el momento t . En particular, podríamos señalar los siguientes factores:

a) El diferencial entre el costo del endeudamiento interno (CEI) y el costo de endeudamiento externo (CEE). Dado que los importadores deben realizar pagos al exterior bajo la forma de divisas, esperaríamos que estos agilizaran sus pagos si el CEE tiende a incrementarse más rápidamente que el CEI. Por el contrario en el caso en que la relación CEI/CEE tiende a incrementarse, a los importadores les será más rentable mantener su deuda en el exterior, no girando, y utilizar ese dinero para negocios internos, ya que presentaría un mejor rendimiento (32).

Por ejemplo, obsérvese que en el caso en que se decide girar al exterior el valor de la mercancía, siempre y cuando se haga dentro de los límites previstos, estos DPN salen del Banco de la República para ser adjuntados al 65% faltante, y por ello este saldo debe disminuir. En otras palabras, la derivada parcial de DPN con respecto a la relación CEI/CEE esperaríamos que fuese de signo positivo. Por último, queremos señalar que es un determinante **ex-post** en tanto que él refleja la velocidad con que el importador se acerca a la constitución del depósito de giro, dada la sustituibilidad entre endeudamiento en M/Nal. y endeudamiento en M/E. (33).

b) El porcentaje del DPN (PDPN). Resulta claro que si la Junta Monetaria asigna un porcentaje mayor como DPN, los saldos monetarios por este concepto serán necesariamente mayores.

c) El costo de endeudamiento interno (CEI). Si asumiéramos que la sustituibilidad entre el CEI y CEE es mínima para los importadores, podríamos esperar que el solo hecho de elevarse sistemáticamente la tasa de interés doméstica induciría a los importadores a demorar los giros al exterior, por lo expuesto en el caso a). Sin embargo, también podríamos esperar un signo negativo de parte del co-

(31) No obstante, los altos costos financieros que ha tenido que soportar el sector importador desde 1977 se han reflejado, al menos parcialmente, en un menor crecimiento de las importaciones efectivamente realizadas. Así, los registros de importación como **proxy** de las importaciones se ven algo distorsionados, no tanto por expectativas sobre restricciones, sino por este factor.

(32) Esto es particularmente cierto a partir de la Resolución 43 de 1977, ya que el depósito previo a la nacionalización podría utilizarse bien para un pago posterior a la nacionalización o para un giro anticipado.

(33) Obsérvese que dicha velocidad de acercamiento al giro final tiene como limitante especial los plazos máximos de giro señalados por la Junta Monetaria.

eficiente del CEI, y en este caso tendríamos que interpretarlo como el efecto que tiene el alto costo implícito *ad-valorem* de los DPN sobre el nivel de los DPN; es decir, a medida que sube la tasa de interés doméstica, el costo de oportunidad del dinero mantenido como DPN también se incrementa, y de allí que los importadores tiendan a agilizar sus pagos. Así, pues, en el plano teórico no parece fácil la interpretación que se daría al coeficiente del CEI y, además, en otro estudio se ha mostrado la existencia de una cierta sustituibilidad entre el endeudamiento interno y el externo (34). Por estas razones no parece muy justificado el utilizar como variable explicativa el CEI sin cotejarlo con el CEE.

El costo del endeudamiento externo (CEE). Con el mismo criterio que en el caso anterior, ausencia de sustituibilidad, podría introducirse como variable explicativa de los DPN el CEE. Esperaríamos, entonces, que la relación entre estas variables fuese inversa: a mayores tasas de interés externas y mayores ritmos de devaluación, los importadores se verían presionados a agilizar sus pagos al exterior. Tanto por el argumento teórico de existencia de sustituibilidad como por los problemas de multicolinealidad entre el CEI y CEE fueron rechazadas las hipótesis c) y d).

En conclusión, se observa que la especificación más rigurosa se obtiene al establecer:

$$DPN = f(RM_{t-j}, \frac{CEI}{CEE}, PDPN)$$

esperando en todos los casos que los coeficientes sean positivos.

4.1.2 Estimación.

Antes de proceder al análisis de los resultados obtenidos creemos útil el hacer algunas aclaraciones sobre cómo se construyeron estas series y los períodos que abarcaron.

a) Registros de importación (RM): como se desprende del cuadro 2, no todos los registros de importación estuvieron sujetos al DPN de la Resolución 53 de 1976. De allí que fuera necesario excluir los registros que no estuviesen sujetos a este requisito de acuerdo con la cambiante legislación sobre el tema. Dado que la regresión se estimó con datos trimestrales para el período 1976/IV-1980/IV, se encontraron algunas dificultades para adaptar la serie a lo que denominaríamos "registros de importación pertinentes al DPN" (RMP).

El ideal hubiese sido poder distinguir entre los DPN correspondientes a los bienes de utilización y los DPN de los bienes de capital con el fin de correr estas dos regresiones por separado. Al encontrarnos con que solo se conoce el saldo que reúne ambos tipos de DPN, los RMP se obtuvieron así:

(34) Véase S. Clavijo V., Op. cit.

1) Se tomaron los valores de los RM de bienes de utilización y/o de bienes de capital según rigiera la medida del DPN; 2) se descontaron las importaciones correspondientes a los sistemas especiales (Resolución 53 de 1976), a los combustibles (Resolución 58 de 1977), a las importaciones de licencia global (Resolución 45 de 1979) (35), a las importaciones de zonas francas (Resolución 45 de 1979) y, por último, se descontaron las importaciones no reembolsables bajo el supuesto de que muy pocas de ellas corresponden a bienes de utilización inmediata. Así, pues, para construir esta serie de RMP se tuvieron en cuenta la mayoría de las excepciones señaladas por la Junta Monetaria entre 1976 y 1980.

b) Relación CEI/CEE. El numerador de esta relación se tomó como la rentabilidad efectiva anual de los CAT a noventa días. Las razones para aceptarlo como un **proxy** del costo del endeudamiento interno aparecen ampliamente discutidas en otro documento (36).

El denominador de esta relación podía calcularse de dos maneras: en una primera aproximación esperaríamos que el CEE viniese dado por una ponderación de la tasa de interés que enfrentan los importadores al endeudarse en M/E más el costo de la devaluación nominal. Esta ponderación se hizo de acuerdo con las utilidades de estos créditos, tal como aparece en el estudio citado. En una segunda aproximación se trabajó con las expectativas de devaluación de tal manera que el CEE fuera la tasa de interés ponderada sobre créditos en M/E más las expectativas de devaluación. Para el cálculo de este último componente se aplicó el principio de "Expectativas Adaptativas", asumiendo que los importadores esperan una tasa de devaluación tal que la tasa de cambio real no sufra modificación alguna respecto de su nivel histórico. En la práctica, esto era equivalente a ajustar la tasa de cambio nominal por la relación de los índices de precios entre Colombia y Estados Unidos para el período 1976-1980, trimestre a trimestre (37).

En conclusión, se generaron dos series que podrían recoger el efecto que tendría la elasticidad de sustitución entre CEI y CEE sobre los DPN:

$$1) \quad \frac{\text{CEI}}{\text{CEEP-A}} = \frac{\text{Costo endeudamiento interno}}{\text{Costo endeudamiento externo ponderado, caso A: con la devaluación nominal realizada}}$$

$$2) \quad \frac{\text{CEI}}{\text{CEEP-B}} = \frac{\text{Costo endeudamiento interno}}{\text{Costo endeudamiento externo ponderado, caso B: con expectativas de devaluación}}$$

(35) Estos cálculos trimestrales se obtuvieron por medio de interpolaciones.

(36) Véase S. Clavijo V., Op. cit. El endeudamiento interno se estimó tratando de obtener directamente una tasa de interés activa, a diferencia de otros estudios donde se calcula el margen de intermediación y lo agregan a una tasa pasiva.

(37) En otro caso, el costo del endeudamiento externo también fue transformado de acuerdo con el porcentaje que ajustaba la tasa de cambio real al nivel del año inmediatamente anterior. Sin embargo, dado los cambiantes ritmos de devaluación adoptados durante estos años, los resultados fueron poco satisfactorios.

ENSAYOS SOBRE POLÍTICA ECONOMICA

c) El porcentaje del DPN (PDPN). Dado que solo hasta el tercer trimestre de 1979 algunas importaciones de bienes de capital empiezan a ser susceptibles para el DPN y que este porcentaje fue cambiante tanto para los bienes de utilización como para bienes de capital, se calculó un porcentaje de DPN ponderado según el valor de los registros sujetos al depósito. Esto se denominó "porcentaje del depósito previo a la nacionalización ponderado" (PDPNP).

Hechas varias estimaciones en las que se exploró el rezago más adecuado para los RMP (38) y se escogió entre las relaciones CEI/CEEP-A y CEI/CEEP-B, se obtuvo el siguiente resultado:

Período: 1976/IV-1980/IV, trimestralmente.

$$\text{DPN} = -3.495.9 + 0.116 \text{RMP}_{t-1} + 2.031.3 \frac{\text{CEI}}{\text{CEEP} - B} + 12.199 \text{PDPNP}$$

$$t' = (9.75) \quad (3.69) \quad (1.53)$$

$$R^2 = 0.933 \quad \text{Dw} = 2.18$$

Como se ve, los coeficientes de RMP_{t-1} y del diferencial de costos de endeudamiento interno y externo (para el caso de expectativas de devaluación) resultan significativas al 99.5% (39), pero el coeficiente del PDPNP sólo es significativo al 90%. De igual manera se observa que el estadístico Dw permite rechazar la hipótesis alternativa sobre existencia de autocorrelación positiva o negativa, de primer orden, a un nivel de significación del 5% para los límites del Dw.

Nótese que según nuestra estimación, un incremento del 10% en la relación de costos del endeudamiento interno al endeudamiento externo demoraría los giros al exterior en forma tal que estos tenderían a incrementarse en \$ 203 millones. Si la autoridad monetaria quisiera hacer uso de

(38) Inclusive se trabajó con el modelo de rezagos distribuidos de Almon aplicados a los RMP. A pesar de que esta serie fue transformada para rezagos desde dos a siete periodos, tratando de aproximarlas a polinomios de segundo y tercer grado, los resultados no fueron satisfactorios como se ilustra a continuación:

$$\text{DPN} = -591.64 + 0.00989 (\text{RMP}_t + \text{RMP}_{t-1} + \dots + \text{RMP}_{t-7}) -$$

$$t' = (3.29)$$

$$0.00426 (\text{RMP}_{t-1} + 2\text{RMP}_{t-2} + \dots + 7\text{RMP}_{t-7})$$

$$(-2.08)$$

$$R^2 = 0.762 \quad \text{Dw} = 0.0255$$

En el mejor de los casos se logró que la serie se aproximara a un polinomio de primer grado ($r = 1$) y, paradójicamente, el mejor ajuste se obtuvo con un rezago de siete trimestres ($i = 7$). Calculando los coeficientes $B_i = f(i)$ para un polinomio de primer grado, se obtuvo una función continuamente decreciente, y negativa a partir de $i = 2$, similar a una serie de rezago promedio del tipo Koyck. Saltan a la vista los problemas de autocorrelación y especificación, por lo cual esta estimación fue desechada. Sobre los aspectos teóricos de las estimaciones con rezago distribuidos, puede consultarse J. Johnston, *Métodos de Econometría* (Barcelona, 1975) pp. 310-322 y D. Gujarati, *Basic Econometrics* (McGraw-Hill Book Co.) pp. 270-279.

(39) En la medida en que CEI/CEEP-B resultó altamente significativo en nuestro modelo, y dado que él muestra la celeridad con que el importador se acerca al giro final, este constituye una prueba indirecta de la agilización de pagos al exterior debida al diferencial de costos entre el endeudamiento interno y externo. La agilización de pagos debida propiamente a la imposición de fechas límites requeriría una evaluación directa que se ha abordado en otro tipo de trabajos; v.gr. M.C. Berrio y M. Cabrera, Op. cit.; J.C. Jaramillo y F. Montes, Op. cit.

este instrumento para realizar un mayor control de la expansión del dinero base, sabría que bastaría un incremento del 10% en el porcentaje ponderado del DPN (40) para ubicar cerca de \$ 1.300 millones adicionales en el Banco de la República bajo la forma de DPN.

Por último queremos hacer alguna referencia al carácter predictivo de la ecuación de los DPN aquí estimada. En la medida en que se agilizará el procesamiento de la información de los registros de importación, la autoridad monetaria podría tener una idea bastante aproximada sobre el saldo de los DPN en el trimestre siguiente. Solo bastaría hacer leves supuestos sobre el comportamiento del diferencial CEI/CEEP-B y el porcentaje del DPN. Por ejemplo, dado que ya conocemos el valor de los RMP para el último trimestre de 1980, podemos intentar varias predicciones para el primer trimestre de 1981.

Caso A: Bajo expectativas de devaluación muy similares a las mantenidas durante 1980 — que según nuestro modelo de “Expectativas Adaptativas” fue de 11.7% en promedio— y asumiendo que el PDPNP no varió (lo cual es un hecho), se proyectó como promedio trimestral de los DPN, durante el período 1981-I, \$ 9.191.7 millones. Dado que ya disponemos del DPN efectivamente alcanzado para este período, pudimos comprobar que nuestra proyección, **fuera de la muestra**, tan solo excedió el valor verdadero en \$ 33.9 millones, o sea en 0.4%, menos de un 1%.

Caso B: En la medida en que las expectativas de devaluación hubiesen sido menores — debido, por ejemplo, al rompimiento de las expectativas inflacionarias en el primer trimestre de 1981 — proyectaríamos saldos inferiores para los DPN. Manteniendo los otros factores constantes, en el caso en que el diferencial se hubiese reducido a 1.45, el valor esperado de los DPN durante el primer trimestre de 1981 sería de \$ 8.968.2 millones.

Todo parece indicar que prevaleció una situación muy similar a la de finales del año pasado en materia del CEI y CEE, de allí que la proyección del caso **A** muestra que los giros al exterior no tendieron a agilizarse durante dicho trimestre (41).

4.2 Depósitos de giro (DG).

4.2.1 Especificación.

Al igual que los DNP, los DG constituyeron una variable **stock** que se pretende explicar en función de ciertas variables que operan **ex-ante**, en cuanto responden a la constitución previa de los registros de importación (RM), y **ex-post**, ya que explican por qué se mantiene ese DG en el Banco de la República.

(40) Dado que actualmente los registros de importación pertinentes al DPN están constituidos en un 50% por bienes de utilización inmediata y en un 50% por bienes de capital, bastaría subir el DPN al 45% para obtener este efecto. Sin embargo, debemos recordar que el costo implícito **ad-valorem** de estos depósitos superaría entonces los niveles del 6% para los importadores de bienes de utilización inmediata, **caeteris paribus**, y esto podría conllevar algunos efectos inflacionarios.

(41) Sin embargo, para aclarar con mayor detalle este punto sería necesario estudiar la estructura de pagos de importación durante este período, lo cual cae fuera del marco de nuestro estudio.

Con relación a los RM, esperábamos que ellos explicaran con cierto rezago la existencia de determinado nivel de los DG. De otra parte, las mismas variables que explicaron *ex-post* los DPN deberían servirnos para el caso de los DG; bastaba simplemente colocar el porcentaje del depósito de giro (PDG) apropiadamente y utilizar el diferencial CEI/CEE.

Se pensó que la especificación más apropiada sería:

$$DG = f(RM_{t-i}, \frac{CEI}{CEE}, PDG)$$

donde los coeficientes deberían ser positivos, por las razones ya comentadas para los DPN.

4.2.2 Estimación.

Al igual que en el caso anterior, nos parece útil explicar cómo se obtuvieron estas series.

a) Registros de importación. Se tomó la misma serie obtenida para los DPN (la forma de cálculo se explicó en el numeral 4.1.2). Esta serie se denominó "Registros de Importación pertinente al Depósito de Giro" (RMP).

b) Relación CEI/CEE. También corresponde a la del caso de los DNP, explicada en dicho numeral.

c) Porcentaje del depósito de giro. Dado que estos porcentajes eran diferentes para bienes de utilización y bienes de capital en ciertos períodos, se calculó un porcentaje ponderado de acuerdo con los RMP, el cual se denominó PDGP.

El primer paso de la estimación consistió en crear una serie explicativa con base en los rezagos distribuidos de los RMP, tratando de encontrar el número de rezagos (i) más apropiado. Al igual que en el caso de los DNP, se aplicó la teoría de Almon para rezagos de dos a siete trimestres, tratando de aproximar la serie a un polinomio de segundo o tercer grado ($r = 2$ y $r = 3$, respectivamente). El mejor ajuste se obtuvo para rezagos de cuatro períodos ($i = 4$), pero la serie solo se aproximó a un polinomio de primer grado, como se observa a continuación:

Período: 1977/III-1980/IV, trimestralmente

$$DG = 1.444.3 + 0.067 (RMP_t + RMP_{t-1} + \dots + RMP_{t-4}) -$$

$$t' = (4.66)$$

$$0.029 (RMP_{t-1} + 2RMP_{t-2} + \dots + 4RMP_{t-4})$$

$$(-3.88)$$

$$R^2 = 0.780 \quad Dw = 1.61$$

Se trataba, pues, de averiguar cómo los diferentes RMP del pasado reciente explican los DG. Para esto tratamos de aproximar los coeficientes de nuestra ecuación ($A_0 = 0.067$ y $A_1 = -0.029$) a

un polinomio de primer grado, de tal manera que los nuevos coeficientes $B_i = f(A_i)$ se pudieran graficar contra el tiempo. Esto permitiría que se conociera la estructura temporal de los DG. La fórmula de cálculo se explica así:

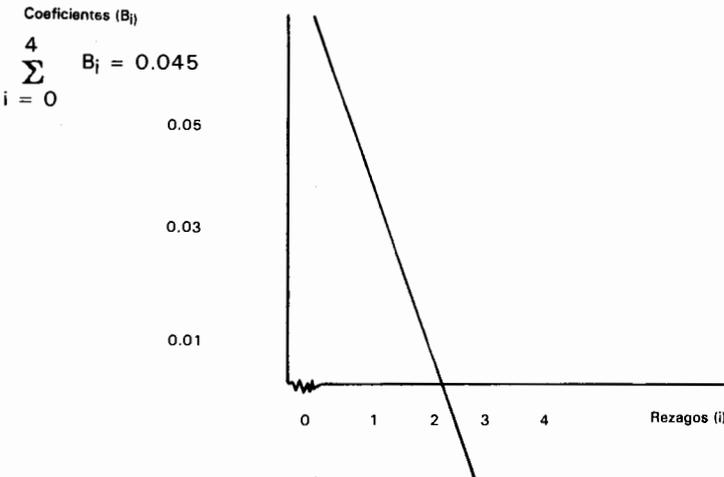
$$B_0 = f(0) = A_0 = 0.067$$

$$B_1 = f(1) = A_0 + A_1 = 0.038$$

$$B_2 = f(2) = A_0 + 2A_1 = 0.009$$

$$B_3 = f(3) = A_0 + 3A_1 = -0.020$$

$$B_4 = f(4) = A_0 + 4A_1 = -0.049$$



Como se observa, el valor de los DG mantenidos en el Banco de la República en el momento t , tan solo correspondía al 11.4% de los RMP constituidos dos trimestres atrás; o sea, $B_0 + B_1 + B_2 = 0.114$ (42). Estos cálculos tienden a corroborar nuestra hipótesis acerca de la alta volatilidad de estos DG. Es igualmente importante destacar que una función de este estilo insinúa que los DG responden a los RMP con un retardo promedio del tipo $\frac{\lambda}{1-\lambda}$, que proporcionaría una estimación del tipo Koyck (43).

Con el propósito de obtener un mejor ajuste de esta estimación obtenida por el método de Almon, se agregaron las variables independientes CEI/CEE y PDGP. En este punto era de esperarse que la relación CEI/CEE no fuera significativa por la alta volatilidad mostrada por los DG y porque esta variable explicaba era la velocidad de acercamiento al giro final, pero no porque subsistía el saldo. Esto se comprobó empíricamente, ya que ni el CEI/CEEP-A, ni el CEI/CEEP-B resultaron significativos al agregarlos como variables independientes en la estimación del tipo de Almon obtenida hasta el momento.

(42) A partir del segundo trimestre la función se hace negativa, perdiendo sentido económico su interpretación.

(43) Sin embargo, el cálculo del retardo promedio que proporcionó nuestra estimación por el método de Almon no resultó significativo.

Sin embargo, el agregar el PDGP tampoco ayudó a mejorar significativamente la estimación (44). Por esta razón se optó por regresar al método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), cuyo mejor resultado fue el siguiente:

$$\begin{aligned}
 DG &= - 743.9 + 0.037 RMP_{t-1} + 3.765.2 PDGP \\
 t' &= (2.89) \qquad (4.72) \\
 R^2 &= 0.853 \qquad Dw = 2.12
 \end{aligned}$$

Se obtiene en conclusión, que el método de rezagos distribuidos fue útil para explicar la volatilidad de los DG, pero no fue útil como instrumento predictivo; para este último propósito debimos recurrir a la estimación de MCO. Obsérvese que la relación CEI/CEE no aparece en nuestra estimación por MCO, pues ella no resultó significativa en ninguno de los dos casos (45).

Nuestra proyección para el primer trimestre de 1981, es decir, **fuera de la muestra**, fue de \$ 4.507 millones. Dado que el promedio de los DG, semana a semana, se sabe ahora que fue de \$4.542.1, se puede comprobar que solo subestimamos los DG en \$ 34.8 millones, o sea, con un margen de error de 0.8%, menos de un 1%.

4.3 Total depósitos de importación (TDM).

4.3.1 Especificación.

Ante la dificultad de especificar funciones para los depósitos de fletes y "otros depósitos" (46), nos pareció importante tratar de especificar una función global que cobijara todo el sistema de depósitos previos. Por lo visto anteriormente, se espera que la mejor especificación venga dada por:

$$\begin{aligned}
 (44) \quad DG &= - 299.2 + 0.03 \left(\sum_{i=0}^4 RMP_{t,i} \right) - 0.01 \left(\sum_{i=1}^4 i \times RMP_{t,i} \right) + 2.924.5 PDGP \\
 t' &= (1.72) \qquad (2.78) \\
 R^2 &= 0.864 \qquad (-1.17) \qquad Dw = 2.44
 \end{aligned}$$

A pesar de que el R^2 mejora bastante, los coeficientes obtenidos por el método Almon pierden significación, y se insinúan algunos problemas de autocorrelación negativa.

$$\begin{aligned}
 (45) \text{ A) } DG &= -1.025.3 + 0.036 RMP_{t-1} + 132.2 \frac{CEI}{CEEP-A} + 3.868.7 PDGP \\
 t' &= (2.69) \qquad (.27) \qquad (4.23)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = .840 \qquad Dw = 2.18$$

$$\begin{aligned}
 \text{B) } DG &= - 1.338.2 + 0.034 RMP_{t-1} + 552.9 \frac{CEI}{CEEP-B} + 3.632.7 PDGP \\
 t' &= (2.55) \qquad (.82) \qquad (4.40) \\
 R^2 &= .849 \qquad Dw = 2.19
 \end{aligned}$$

(46) Como se pudo observar en la figura 1 del capítulo I, los depósitos de fletes presentan un stock reducido y estable que no parecen responder a ninguna variable en particular. Es claro que estos depósitos dependen del porcentaje asignado, pero no necesariamente del diferencial CEI/CEE, ya que los agentes transportadores enfrentan determinaciones administrativas que difícilmente se captarían en dicha relación. De otra parte, "otros depósitos" corresponde a un remanente casi insignificante, cuya especificación en una función matemática no parece pertinente.

$TDM = f (RMP_{t-x}, \frac{CEI}{CEE}, PPTDM)$ donde los coeficientes deben ser positivos. Obsérvese que la variable PPTDM, el porcentaje ponderado para el total de depósitos de importación, corresponde al porcentaje global que ha venido aplicando.

4.3.2 Estimación.

Las series RMP y CEI/CEE fueron construidas de manera similar a la de los DPN y los DG. De otra parte, la serie PPTDM se obtuvo ponderando cada uno de los porcentajes vigentes (PDPN, PDG y el porcentaje aplicado a los depósitos de fletes –PDF) por la participación de esos depósitos dentro del TDM.

En un primer paso se recurrió, nuevamente, al modelo de Almon, aplicando los rezagos distribuidos a los RMP. El mejor estimativo se obtuvo para el caso de cinco rezagos ($i = 5$) y cuando la serie se aproximó a un polinomio de primer grado. Agregando a esta estimación la variable independiente CEI/CEE, bajo sus dos modalidades (con devaluación nominal efectuada y con expectativas de devaluación) la mejor estimación se obtuvo así:

Período: 1977/I-1981/IV, trimestralmente.

$$TDM = -440 + 0.017 \sum_{i=0}^5 RMP_{t-i} - 0.036 \sum_{i=1}^5 i \times RMP_{t-i} + 4.867.28 \frac{CEI}{CEEP-B}$$

$t' = (5.22)$ (-3.42) (4.49)

$R^2 = 0.899$ $Dw = 1.95$

Así, se pudo observar que el diferencial de tasas de interés se mostró muy relevante en el caso en que el CEE se calculaba con expectativas de devaluación. En general, puede decirse que el stock del TDM en el momento t depende, significativamente, de los RM que se efectúen durante los quince meses anteriores —ya que $i = 5$ — y del diferencial de costos de endeudamiento en M/Nal. y M/E. Sin embargo es importante resaltar que la elasticidad de la variable CEI/CEEP-B es menor que la unidad (0.7353). De allí que, por ejemplo, un incremento del 10% en dicha relación ocasione que el saldo del TDM se incremente en solo \$ 486.7 millones.

Cuando se trató de ampliar el modelo para involucrar la variable independiente PPTDM, y lograr un mejor ajuste, surgieron algunos problemas de autocorrelación. Asimismo, un coeficiente de las

variables que recogían el efecto de los RM perdió significancia (47). Por esta razón, la proyección se adelantó con la ecuación que no incluía la variable PPTDM.

La proyección en este caso requiere algunos cálculos adicionales para obtener los términos $\sum_{i=0}^5 RMP_{t-i}$ y $\sum_{i=1}^5 i \times RMP_{t-i}$, con el agravante de que involucra en el primero de

ellos la variable RMP en el momento t, por lo cual es difícil adelantar la proyección fuera de muestra. Sin embargo, asumiendo que los RMP hubiesen continuado creciendo al ritmo de enero y febrero (últimos datos disponibles) durante el primer trimestre de 1981, se tendría la siguiente proyección. Siendo $RMP_t = 57.972.9$; $\sum_{i=0}^5 RMP_{t-i} = 254.865.8$ y $\sum_{i=1}^5 i \times RMP_{t-i} = 546.174.8$; el valor proyectado para el primer trimestre por concepto del TDM sería de \$ 14.750.5 millones. Esto bajo el supuesto de que la relación CEI/CEEP-B hubiese permanecido en los niveles de finales del año pasado. Puesto que ya sabemos que el valor real promedio de TDM fue de \$ 14.109.9 millones durante ese período, se puede comprobar que nuestra proyección tan solo excedió el valor real en \$ 650.6 millones, es decir, presentó un margen de error del 4.6% (48).

Aplicando el mismo principio de que los $B_i = f(A_i)$, la estructura de constitución del TDM se calculó como sigue, sabiendo que $A_0 = 0.107$ y $A_1 = -0.036$:

$$\begin{aligned} B_0 &= f(0) = A_0 = 0.107 \\ B_1 &= f(1) = A_0 + A_1 = 0.071 \\ B_2 &= f(2) = A_0 + 2A_1 = 0.035 \\ B_3 &= f(3) = A_0 + 3A_1 = -0.001 \\ B_4 &= f(4) = A_0 + 4A_1 = -0.037 \\ B_5 &= f(5) = A_0 + 5A_1 = -0.073 \end{aligned}$$

$$\sum_{i=0}^5 B_i = 0.102$$

(47) La estimación obtenida fue:

$$TDM = -4.197.2 + 0.057 \left(\sum_{i=0}^5 RMP_{t-i} \right) - 0.011 \left(\sum_{i=1}^5 i \times RMP_{t-i} \right)$$

$t' = (2.94) \qquad \qquad \qquad (-1.14)$

$$+ 2.266.9 \frac{CEI}{CEEP-B} + 14.302.8 PPTDM$$

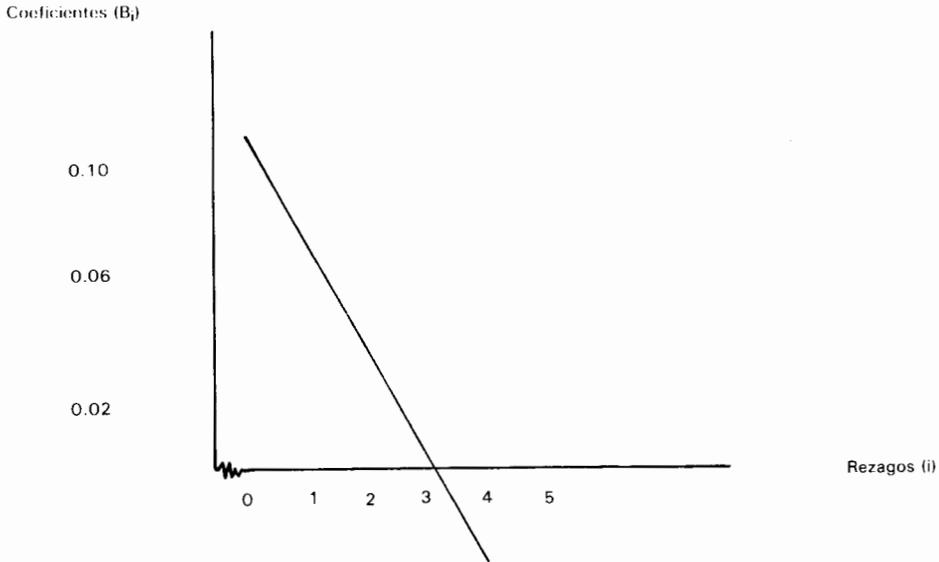
$(2.21) \qquad \qquad \qquad (3.73)$

$$R^2 = 0.962 \qquad \qquad \qquad Dw = 1.78$$

A pesar de que el coeficiente de determinación mejora en cerca de un 5%, el estadístico Dw insinúa problemas de autocorrelación positiva de primer orden cuando sus límites se toman al 5% de significación. Además existen algunos problemas de multicolinealidad entre PPTDM y los RMP. La proyección, fuera de muestra, que se obtuvo con esta ecuación, manteniendo CEI/CEEP-8 y PPTDM a los niveles de finales de 1980, fue de \$ 15.582.1, o sea un 10.4% superior al valor realmente obtenido.

(48) Si estas predicciones se quisieran obtener para algún mes determinado, ya hemos comprobado que el TDM no presenta una estacionalidad marcada. El índice estacional mostró que los meses de diciembre, enero, febrero, marzo y julio registran niveles ligeramente más bajos que los del resto del año.

GRAFICA.



Se tiene, entonces, que el valor del TDM en el momento t corresponde al 21.3% de los RMP constituidos durante los dos trimestres anteriores; es decir, $B_0 + B_1 + B_2 = 0.213$ (49).

La conclusión de este capítulo sobre estimaciones econométricas es que, en general, conociendo con cierta certeza el valor de los RM se pueden realizar proyecciones, bastante aproximadas, sobre los DPN, los DG y el TDM, trimestralmente. Además, se pudo establecer, aunque no con el grado de precisión deseado, a qué proporción de los registros correspondían los DG y el TDM en un determinado momento.

(49) *Estrictu sensu*, cubija casi hasta el tercer trimestre, ya que la función B_j se hace negativa a partir de allí.

GLOSARIO DE ABREVIATURAS
UTILIZADAS EN EL CAPITULO IV

DPN:	Depósitos previos a la nacionalización
RM:	Registros de importación
CEI:	Costo del endeudamiento interno
CEE:	Costo del endeudamiento externo
PDPN:	Porcentaje del depósito previo a la nacionalización
t:	Tiempo
i:	Rezagos en el tiempo, medido por trimestres
RMP:	Registros de importación pertinentes al depósito previo a la nacionalización y al depósito de giro
CEEP-A:	Costo del endeudamiento externo ponderado, caso A: con devaluación nominal realizada
CEEP-B:	Costo del endeudamiento externo ponderado, caso B: con expectativas de devaluación
PDPNP:	Porcentaje del depósito previo a la nacionalización ponderado
r:	Grado de un polinomio
t':	Estadístico t-student
R ² :	Coefficiente de correlación ajustado por grados de libertad
Dw:	Estadístico Durbin-Watson
DG:	Depósito de giro
PDG:	Porcentaje del depósito de giro
PDGP:	Porcentaje del depósito de giro ponderado
MCO:	Mínimos cuadrados ordinarios
TDM:	Total depósitos de importación
PDF:	Porcentaje depósito de fletes
PPTDM:	Porcentaje ponderado del total depósitos de importación

V. Resumen y conclusiones.

1. Desde finales de la década de los cincuenta, el sistema de depósitos previos de importación dejó de ser aplicado como un simple regulador de divisas, para convertirlo en uno de los instrumentos de control monetario más eficaces del período 1957-1973. La esencia de este mecanismo consistió, en unos casos, en exigir previamente un porcentaje del valor por importar y, en otros casos, en la fijación de fechas límites para haber girado al exterior el 100% del valor importado.

2. Dentro del historial legislativo del sistema de depósitos pueden descubrirse tres etapas cualitativamente diferentes: la etapa del "depósito previo al registro de importación" (1957-1973), la etapa de "encubación" del sistema de depósitos previos a la nacionalización (1973-1975) y la etapa de implementación de los depósitos previos a la nacionalización (Resolución 53 de 1976), los depósitos de fletes (Resolución 30 de 1977) y los depósitos de giro (Resolución 46 de 1977). Dichas épocas del sistema de depósitos previos vienen determinadas por la situación cambiaria que vivía el país.

3. Aunque este sistema siempre se ha postulado por la versatilidad que proporciona en el manejo racional de las divisas y, al mismo tiempo, por la agilización de los pagos al exterior, es claro que se ha tratado de enfatizar una u otra posibilidad de acuerdo con la situación de nuestras reservas internacionales.

En la primera etapa, época de escasez crónica de divisas, los depósitos previos al registro pretendían ayudar a cerrar la brecha externa imponiendo cierta restricción a las importaciones, a la vez que desempeñaban un importante papel en el control monetario. Durante el período 1974-1976 se trató de implementar una liberación gradual de importaciones, de allí la laxitud mostrada por el sistema de depósitos. Por último, con el auge del sector exportador, reflejado en la balanza cambiaria a partir de junio de 1976, se vio la necesidad de rediseñar y utilizar a fondo el sistema de depósitos previos con el fin de agilizar los pagos al exterior.

4. En particular, podemos afirmar que, a partir de 1977, los depósitos de giros, según su articulación con los depósitos previos a la nacionalización y los depósitos de fletes, permitirían que la autoridad monetaria controlara la utilización de los certificados de cambio.

Por su parte, dado que los depósitos previos a la nacionalización tienen como supuesto la existencia de unas fechas límites de giro al exterior, pueden interpretarse como el mecanismo que permitiría que la autoridad monetaria fiscalizara el cumplimiento de dichos límites. Los depósitos de fletes operarían de manera similar a los previos a la nacionalización a partir de septiembre de 1980, cuando dejaron de estar exentos del depósito de giro.

5. En la década de los años setenta puede descubrirse que las etapas señaladas anteriormente se reflejan en la participación de los depósitos previos dentro de la base monetaria: 1970-1974: 15%, 1975-1976: 3.5%; y 1977-1980: 7.5%. A pesar de que este instrumento se aplicó con mayor vigor en el último lustro, su participación en la contracción monetaria muestra la difícil si-

tuación de control monetario por la que atravesaba. Así, fue necesario que el sistema de depósitos se volviera complemento de otras políticas igualmente efectivas, como la de los certificados de cambio con descuento y la del encaje marginal.

6. Sin embargo, el sistema de depósitos ha representado un costo implícito **ad-valorem** para los importadores. En la medida en que estos lograran descargar estos mayores costos sobre el consumidor final, se tendría, paradójicamente, que el sistema de depósitos generaría una presión inflacionaria indirectamente. A pesar de que la magnitud de este fenómeno parece no haber sido muy grande durante el período 1976-1980, es importante señalar la dirección en que opera con el propósito de tenerlo en cuenta para acciones futuras.

7. Con referencia a las estimaciones econométricas, se encontró que los depósitos previos a la nacionalización dependían en grado importante de: a) los registros de importación pertinentes al depósito constituido en el trimestre anterior; b) del diferencial entre el costo del endeudamiento interno y el externo, en el caso en que este último se le imputaba, como uno de los componentes, las expectativas de devaluación, y no la devaluación efectivamente adoptada; y c) del porcentaje ponderado de los depósitos para bienes de utilización y para equipos y bienes de capital. Con base en esta ecuación, estimada por el método de mínimos cuadrados ordinarios para el período 1976-1980 (trimestralmente), se logró hacer una proyección **fuera de muestra**, con un margen de error casi despreciable. Así, la autoridad monetaria dispone de un instrumento estadístico que le permitiría, sobre la base de algunos supuestos, sobre el diferencial de endeudamientos y el manejo de los porcentajes de los depósitos, hacer proyecciones que esperamos resulten suficientemente confiables.

8. En el caso de los depósitos de giro y del total de los depósitos de importación, se utilizó el método de estimación de Almon, basado en rezagos distribuidos de la variable independiente. Esto permitió demostrar que los depósitos de giro mantenidos en el momento t correspondían solo a un 11% del valor de los registros constituidos durante los últimos seis meses, confirmando así su alta volatilidad.

De otra parte, se halló que el total de los depósitos de importación dependían en alto grado de los registros constituidos en el último año y del diferencial entre el costo del endeudamiento interno y externo.

Por último, se hicieron algunas proyecciones, **fuera de muestra**, tanto para los depósitos de giro como para el total de los depósitos de importación, obteniéndose buenos resultados. Existiendo la posibilidad de que las proyecciones tiendan a perder efectividad a medida que se alejan de la muestra, vale la pena destacar que las ecuaciones pueden reestimarse periódicamente, aumentando la muestra, con el propósito de involucrar en ellas los nuevos cambios que se presenten en el sector importador. Así, este instrumento conservará su efectividad predictiva para nuevas coyunturas.

9. Respecto de la sección econométrica, resultó interesante y novedoso que en aquellos casos en que el diferencial entre el endeudamiento interno y el externo explicaban satisfactoriamente los ni-

veles de depósitos, este último se hubiese trabajado con el criterio de "Expectativas Adaptativas" acerca del ritmo de devaluación. Esto significa que el sector importador permanece atento a las medidas gubernamentales sobre la tasa de cambio y que en este proceso se forma sus propios criterios sobre su comportamiento futuro; todo lo cual termina por influir sobre el ritmo de las importaciones.

10. Estas estimaciones econométricas permitirán que la autoridad monetaria conozca, aproximadamente, el efecto que tendría sobre el nivel de los depósitos de importación el modificar, por ejemplo, los niveles actuales de los porcentajes de los depósitos, el acelerar la devaluación, el presionar la baja de la tasa de interés doméstica, etc.