

LA FINANCIACION A LOS IMPORTADORES — 1976-1980*

Por Sergio Clavijo Vergara

INTRODUCCION

El presente documento pretende explicar la situación financiera que debieron enfrentar los importadores del país durante el periodo 1976-1980. Como es de todos conocido, dicho periodo se caracterizó por la implementación de un sólido programa de estabilización de precios internos que se encaminó a contrarrestar los efectos inflacionarios que producía el marcado crecimiento de nuestras reservas internacionales.

Con anterioridad a dicho programa de estabilización, el sector importador recurría a utilizar certificados de cambio, en una porción importante, para sus giros al exterior. Con la imposición de un complicado sistema de depósitos de importación en efectivo, los importadores vieron disminuida su posibilidad de cubrir el 100% de sus giros al exterior con certificados de cambio.

Dado que los depósitos de importación cumplieron su triple objetivo (regular el mercado de los certificados de cambio, agilizar los pagos al exterior y fiscalizar el cumplimiento de las fechas límites de giro al exterior), el sector importador se vio afectado directamente por la política de estabilización al menos en dos frentes: de una parte, estos depósitos representaban un costo implícito para los importadores (a la vez que exigía una mayor rotación de su capital de trabajo) y, de otra, se les impidió beneficiarse totalmente del ahorro forzoso que se impuso a los exportadores a través del sistema de certificados de cambio.

De manera indirecta, los importadores también se vieron afectados por la restricción monetaria interna causada por el elevamiento del encaje ordinario y la imposición del encaje marginal, tanto para los pasivos en moneda nacional (M/Nal) como en moneda extranjera (M/E) del sistema bancario nacional.

En la primera parte del estudio se analizan los costos implícitos del sistema de depósitos previos a la nacionalización, toda vez que él afecta la situación financiera del sector importador como un todo. Sin embargo, aquí no entramos a detallar la forma concreta de su operación, sino que centramos la atención en su incidencia financiera (1).

En una segunda sección se analizan los inconvenientes que enfrentaban los importadores para recurrir a endeudarse en moneda extranjera. Lo novedoso a este respecto es que este mercado se estudia desde dos puntos de vista: en primer lugar, se hace referencia a aquellos grandes importadores que podían recurrir a endeudarse directamente en el exterior y, en segundo lugar, a otro grupo que lo hacía a través de los bancos establecidos en Colombia.

Por último, se analiza el diferencial entre el costo del endeudamiento interno y el costo del endeudamiento externo. Ambos componentes recibieron un tratamiento especial: a) la tasa de interés doméstica promedia no se obtuvo agregando márgenes de intermediación a las tasas pasivas de nuestro mercado, sino calculando una tasa activa a través del Certificado de Abono Tributario (CAT), y b) el endeudamiento externo se obtuvo con base en una ponderación de las tasas de interés que enfrentaban los dos grupos en que subdividimos a los importadores, a la cual se agregó la devaluación del momento.

La incidencia de los costos financieros en el ritmo de importaciones efectivamente realizadas sirve no sólo para explicar la dinámica mostrada por el sistema de depósitos previos, sino también para entender la presión inflacionaria que ha venido generando el sector importador, especialmente durante los últimos años, debido al persistente elevamiento de los costos totales del endeudamiento interno y externo.

I. Los costos del sistema de depósitos de importación

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 (2). El crecimiento de las reservas internacionales hizo imperioso el 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 (3).

* Documento No. 18, junio de 1981. El autor, economista del Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República, agradece los valiosos comentarios y sugerencias de Juan Carlos Jaramillo y Hernando José Gómez R.

(1) Para un análisis operacional de los depósitos previos puede verse S. Clavijo V., *Los Depósitos de Importación; su operatividad y comportamiento reciente* (Revista del Banco de la República, junio de 1981).

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

(3) 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.* pag. 88.

En las columnas 1 del cuadro 1 se puede observar que, a medida que el porcentaje del depósito previo para los bienes de utilización inmediata (bienes de consumo y materias primas) se fue incrementando, al igual que la tasa de

interés doméstica (4), este costo implícito ad-valorem del depósito previo a la nacionalización fue un claro ascenso desde finales de 1976, hasta principios de 1978.

CUADRO 1
Costo implícito ad-valorem neto del depósito previo a la nacionalización

(Resolución 53 de 1976)

(Porcentajes)

Trimestres	Costo de mantener el depósito cinco meses						Costo de Mantener el depósito treinta y seis meses		
	Bienes de utilización inmediata*			Equipos y bienes de capital*			Equipos y bienes de capital*		
	(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
4	5.32	0.66	4.66	3.06	0.66	2.40	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
2	5.48	2.06	3.42	3.12	2.06	1.06	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
4	5.90	2.24	3.66	3.23	2.24	0.99	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:

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

Aquí n = Número de meses que se mantiene el depósito.

r = Tasa de interés mensual (temos convertido la rentabilidad efectiva anual de los CAT de 90 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: S. Clavijo V., *Los Depósitos de Importación: su operatividad y comportamiento reciente*, Revista del Banco de la República, junio de 1981, Op. cit. cuadro 6.

Esto significó que, a partir de 1977, por cada \$ 100 de importación de bienes de utilización inmediata, 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, comparativamente este representa un costo inferior que el depósito previo de los bienes de utilización inmediata (5). (Véase la última columna 1 del cuadro 1).

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 1. Obsérvese que este componente es especialmente importante en años de alta devaluación, como 1980. Si bien este

(4) Las razones para tomar la rentabilidad efectiva anual de los CAT a 90 días como proxy de la tasa activa de interés doméstica se discuten con detalle en las siguientes secciones.

(5) 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 demostrara 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.

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, presionando así la inflación doméstica a través de un claro mecanismo de transmisión de precios externos a internos (6). No obstante, el resultado final de dicho intento sabemos que se encuentra determinado, al menos parcialmente, por la estructura de la demanda por importaciones existente en el país. Por ejemplo, en aquellos casos en que la demanda doméstica por ciertos bienes finales fuese elástica al precio, la 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 tiene a reflejarse, en cierto grado, en la demanda por importaciones de insumos y/o equipos (7).

Así las cosas, nuestro cuadro 1 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.

II. La financiación a los importadores en moneda extranjera (M/E)

Además de los mayores costos implícitos que tuvieron que enfrentar los importadores durante el periodo 1977-1980, por efecto del complejo sistema de depósitos previos, a continuación veremos cómo la situación financiera

de este sector también sufrió serios cambios durante esos años. Desde la creación del Estatuto Cambiario en 1967, el sector importador cuenta con dos fuentes legales de financiación en M/E para sus operaciones: de una parte, las divisas que mantiene el sistema financiero establecido en Colombia y los recursos que dicho sistema obtiene a través de corresponsales con el exterior; y, de otra parte, los recursos que se pueden conseguir directamente en el exterior mediante la aprobación que expide la Oficina de Cambios.

¿Cuál es la diferencia sustancial que existe entre recurrir a uno u otro mercado, si en ambos casos el préstamo se obtiene en dólares y, por lo tanto, cualquier cambio en el ritmo de devaluación afecta por igual el costo del reembolso al prestamista? En general podríamos esperar dos tipos de diferencias: unas referidas a tiempos límites para reembolsos y otras respecto al diferencial de costos del crédito (9).

Para responder la primera parte de la pregunta debemos tener en cuenta que los tiempos límites para reembolsar los préstamos internos y los obtenidos en forma directa con el exterior eran los mismos en el caso de los bienes de capital, aunque tendieron a existir más prórrogas para financiaciones directas. No obstante, para las importaciones de bienes de utilización inmediata se estableció un límite más corto cuando se financiaban directamente (cuatro meses) que cuando se hacía internamente (cinco meses).

Como vemos, a pesar de existir cierta ventaja para recurrir al endeudamiento directo en el caso de los bienes de capital, debido a las prórrogas, y de presentarse otra leve ventaja para el caso de los bienes de utilización inmediata cuando se financiaban internamente, pues tenían un mes más para reembolsar, creemos que los tiempos límites no debieron representar un factor importante en la decisión de endeudarse interna o externamente.

Para responder la segunda parte de la pregunta hemos elaborado el cuadro 2. Como allí se observa, la tasa de interés para endeudamientos en M/E tendió a incrementarse más rápidamente para los importadores que recurrían al sistema nacional, que para aquellos que se financiaban con líneas de crédito directas.

Como se desprende de las fórmulas de cálculo que allí se estipulan, el factor relevante al diferencial de tasas de interés se encuentra en la comisión cobrada por el intermediario colombiano. Dentro de los dos componentes de este factor, hay que destacar el cambiante papel jugado por el

(6) Sobre este tema de la inflación estructural, véase J.A. Ocampo y M. Cabrera, "Precios Internacionales, Tasa de Cambio e Inflación" en *Simposio sobre Mercado de Capitales 1980*, Asobancaria, pp. 80-88.

(7) 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.

(9) Hay que tenerse en cuenta que el endeudamiento directo es de por sí una posibilidad que sólo cabe para los grandes importadores. De esta manera, este tipo de escogencia sólo aplica para una porción de los importadores.

costo del encaje ordinario de los pasivos en M/E. En promedio, este solo hecho tendió a incrementar las tasas de interés para financiaciones a través del sistema nacional de la siguiente manera:

Años	%
1976	0.81
1977	1.73
1978	4.20
1979	6.15
1980	4.78

El encaje ordinario empezó a incrementarse con la Resolución 67 de 1976, ascendiendo desde entonces de un 6% sobre el renglón de los pasivos en M/E, hasta un 18% en 1979. En la práctica estos mayores costos marginales de mantener divisas para préstamos a los importadores tendieron a recaer sobre los propios importadores que se financiaban a través de la banca nacional (10).

CUADRO 2

Tasas de interés para endeudamientos externos de corto plazo del sector importador*

(Semestres**)	(Porcentajes)		
	Importadores financiados por el sistema nacional (1)	Importadores financiados a través de líneas de crédito directas con el exterior (2)	(1)/(2)
1976 1	10.21	8.21	1.24
2	10.71	8.31	1.29
1977 1	11.32	7.88	1.44
2	12.80	8.81	1.45
1978 1	14.64	9.49	1.54
2	18.75	11.50	1.63
1979 1	24.07	13.67	1.76
2	23.54	15.64	1.51
1980 1	25.68	18.33	1.40
2	24.29	16.09	1.51

* Por el momento se hace abstracción de la devaluación.

** Promedios sobre cálculos trimestrales.

(1) = Prime Rate + Comisión del intermediario nacional (a) + comisión del corresponsal extranjero (b).

(2) = Prime Rate + Comisión del banco extranjero (b).

a) Calculada así: 1976-1978: dos puntos + el costo del encaje ordinario en M/E. 1979-1980: tres puntos + el costo del encaje ordinario en M/E.

b) Calculada así: 1976-1978: punto y medio. 1979-1980: dos puntos.

Fuente: Calculado sobre estadísticas del Banco de la República e informes de algunos bancos comerciales.

Así pues, los mayores costos causados por el incremento del encaje ordinario sobre M/E tienden a explicar el creciente diferencial de tasas de interés entre los importadores que recurrían al sistema nacional para endeudarse en M/E y los que se financiaban con líneas de crédito directas. Según se puede comprobar en la última columna del cuadro 2, este diferencial pasa de un 24%, en épocas de ausencia del encaje ordinario sobre M/E, a un tope del 76% en el primer semestre de 1979, cuando este tipo de medidas cumplían más de dos años de vigencia y las tasas de interés domésticas venían elevándose.

Adicionalmente, parece existir una preocupación, no sabemos que tan generalizada, sobre el incremento de los costos administrativos en el manejo de este tipo de préstamos en M/E. Con el fin de recoger parcialmente esta inquietud, se notará que, en el cuadro 2, el margen de intermediación se amplía en medio punto para los bancos extranjeros y en un punto para el sistema financiero nacional, a partir de 1979, cuando este fenómeno se hizo más agudo en nuestro país (11). Esto permite recoger la idea de que las economías de escala del sistema bancario de los países altamente desarrollados tienden a ser mayores que las de países como el nuestro. Es, pues, un elemento adicional que puede ayudar a explicar, aunque marginalmente, la ampliación de estos diferenciales.

Estos sensibles elevamientos de las tasas de interés para créditos a corto plazo destinados a los importadores nacionales pudieron encontrar varias respuestas: a) una desaceleración del ritmo de importaciones, y/o b) un desplazamiento de los importadores hacia el mercado-financiero de menores costos relativos (en este caso hacia líneas de crédito directas) (12).

Sólo ante la posibilidad de transmitir buena parte de estos mayores costos de importación al consumidor final, esperaríamos que se presentara una respuesta del tipo a). La estructura dependiente de la gran industria colombiana, que tiende a reflejarse en una baja elasticidad precio de las importaciones, permitiría inferir que los crecientes costos financieros deberían constituirse en una limitante seria como para reducir el ritmo de importaciones. No obstante, a pesar de que el valor de los registros de importación creció a un ritmo promedio del 32.5% entre 1976 y 1979, registrándose sólo un desaceleramiento en 1980, cuando solo crecieron en 16.9% por el adverso comportamiento del sector real, se ha podido comprobar que las nacionalizaciones han crecido sólo a un ritmo promedio del 23.3% durante el mismo periodo (13). Si descontamos el año de 1978, que presentó un crecimiento del 43% en el valor de las nacionalizaciones, se tendría un crecimiento promedio de sólo el 16.7%, o sea la mitad del crecimiento mostrado por los registros. Este hecho nos estaría mostrando que el cumplimiento de las expectativas de los importadores (medidas

(10) Si bien es cierto que a partir de enero de 1977 entró en vigencia la medida del encaje marginal del 100%, hemos supuesto que el incremento marginal sobre la tasa de colocación sería tan grande que no habría ningún importador dispuesto a tomar ese préstamo. En la práctica, esta comisión de los intermediarios nacionales equivaldría a la tasa de interés activa del mercado colombiano para aquellos casos en que prestaran fondos sujetos al encaje del 100%.

(11) Aquí nos guiamos por algunas indicaciones de técnicos que trabajan para los grandes bancos comerciales en Colombia.

(12) La posibilidad de recurrir al endeudamiento en M/NaI. sólo se contempla en la siguiente sección por cuestiones metodológicas.

(13) Véase Mary C. Berrio N. y Marceliano Cabrera E., *Efecto monetario de la aceleración de los giros al exterior por importaciones de bienes: a la experiencia colombiana reciente* (Documento de trabajo presentado en la XVII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Banco de la República, Bogotá, nov. 1980) Cuadro No. 8, pág. 35.

usualmente a través de los registros de importación) han encontrado algún obstáculo en el continuado crecimiento de las tasas de interés de corto plazo.

Con respecto a variaciones de la estructura financiera de los importadores, el cuadro 3 permite observar un interesante desplazamiento de aquellos que recurrían al sistema financiero nacional hacia líneas de crédito directas. Así, de una situación en la que la banca nacional suministró el 72.2% del crédito en M/E a los importadores durante el primer semestre de 1976, se desciende a una en que sólo suministró el 54% en el segundo semestre de 1977.

Analizando el diferencial de tasas de interés para endeudamientos de corto plazo en M/E, creemos que hay suficientes razones para interpretar esta sustitución de créditos internos en M/E por créditos externos como una clara respuesta a las medidas sobre encajes en M/E. Precisamente en el momento en que el diferencial de estas tasas de interés empieza a ceder (14), el monto de importaciones financiado por el sistema nacional recupera los niveles de 1976, cuando no regían las duras medidas el encaje sobre M/E.

Sin embargo, no deja de ser sorprendente que, aún existiendo un diferencial promedio del 45% en 1980, los importadores hayan preferido recurrir aún más a las divisas que ofrece la banca nacional. Esto puede tener una explicación parcial en las contraprestaciones que otorgan los bancos locales a los importadores cuando estos dan a su cuidado el total de sus negocios (i.e. cartas de crédito, cuentas empresariales, cuentas personales, etc.) y no sólo aquellos en los que el importador considera el margen de intermediación como apropiado (15).

CUADRO 3

**Financiamiento externo a las importaciones:
distribución del endeudamiento privado
de corto plazo, semestralmente**

	(Porcentajes)		Total	
	Sistema financiero nacional	Préstamos via Oficina de Cambios	%	(Millones US\$ saldos promedios)
1976 1	72.2	27.8	100.0	783.6
2	72.6	27.4	100.0	955.1
1977 1	62.8	37.2	100.0	935.9
2	54.5	45.5	100.0	927.8
1978 1	64.3	35.7	100.0	902.5
2	66.6	33.4	100.0	929.8
1979 1	67.3	32.7	100.0	1.045.4
2	71.6	28.4	100.0	1.430.0
1980 1	75.1	24.9	100.0	1.708.7
2	76.8*	23.2*	100.0	1.831.7

* Hasta septiembre. Fuente: cuadro 4.

El cuadro 4 nos permite observar que debió existir también algún otro factor que limitó el crecimiento de las líneas de crédito directas a partir de 1979. Así, los bancos co-

merciales y las corporaciones financieras incrementaron su cartera de M/E, en un 82% en el periodo 1-80/1-79. En lo referente a los préstamos del artículo 131 del Decreto 444 de 1977, destinados al montaje de fábricas y otros proyectos de interés económico y social", es igualmente notoria su desaceleración en el periodo 1978/II-1979/I.

Es claro que muchas de estas oscilaciones entre la financiación de importaciones en M/E por la banca nacional o por el sector externo, directamente, se explican, aparte de las medidas sobre encajes en M/E, por reciprocidades bancarias, por fluctuaciones en la oferta de divisas y/o por requisitos administrativos de la Oficina de Cambios. Precisar la importancia de cada uno de estos factores en la sustitución de créditos en M/E requeriría un estudio más detallado que no se pretende abordar aquí (16).

Sin embargo, para finalizar nuestros breves comentarios sobre la estructura financiera del sector importador, hemos creído relevante el tratar de esclarecer si en los últimos años la respuesta de los importadores al encarecimiento de este tipo de créditos ha sido, no simplemente un desplazamiento entre mercados financieros —como lo pudimos comprobar— sino una utilización menor de este tipo de créditos. Esto implicaría, entonces, una mayor utilización del capital de trabajo propio de este sector, bien como resultado de un sacrificio del consumo del sector importador como un todo y/o como resultado de una rotación más ágil del capital allí existente.

Para este fin se ha calculado "el endeudamiento privado en M/E por dólar de importación reembolsable registrado", según aparece en el cuadro 5. Sin embargo, debemos hacer varias aclaraciones con el fin de interpretar correctamente los datos allí consignados. En primer lugar, como bien lo señala el estudio de Jaramillo y Montes (17), aquí se establece una relación entre un stock (el promedio del endeudamiento) y un flujo (el valor de los registros de importación) (18), lo cual admite varias interpretaciones: a) un porcentaje de los registros fueron financiados durante X tiempo; b) la totalidad de los registros se financiaron durante una porción del tiempo X, o c) una combinación infinita de los casos a) y b).

(14) Obsérvese en el cuadro 2 cómo la relación (1)/(2) desciende a 1.51 en el segundo semestre de 1979.

(15) Una explicación adicional puede encontrarse en la mayor facilidad operativa que presentan las cartas de crédito respecto de otras formas de financiación.

(16) A este respecto puede consultarse el Estudio de 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*, mayo 1978.

(17) Op. cit. pág. 314.

(18) Para mayor rigurosidad debería tomarse, no un proxy de las importaciones efectivamente realizadas, como lo son los registros, sino el valor correspondiente a los manifiestos de aduana. Sin embargo, dificultades en la presentación de este tipo de estadísticas hacen imposible este refinanciamiento del cálculo.

Financiación externa a los importadores: saldos de endeudamiento privado de corto plazo

(Millones US\$, promedios semestrales)

	Sistema financiero nacional			Préstamos via Oficina de Cambios				
	Bancos comerciales (a) (1)	Coproraciones (2)	Subtotal (b) (3)=(1+2)	Líneas de crédito directas (c) (4)	Artículo 131 (d) (5)	Crédito de proveedores (e) (6)	Subtotal (7)=4+5+6	Total 8=(3)+(7)
1976 1	526.2	39.8	566.0	75.2	132.8	9.6	217.6	783.6
2	604.8	89.0	693.8	86.0	162.5	12.8	261.3	955.1
1977 1	540.1	47.5	587.6	112.0	218.8	17.5	348.3	935.9
2	457.0	48.9	505.9	158.4	245.8	17.7	421.9	927.8
1978 1	477.3	102.9	580.2	207.8	114.50	8.5	322.3	902.5
2	493.1	125.8	618.9	207.8	93.9	9.2	310.9	929.8
1979 1	553.1	150.8	703.9	239.0	94.8	7.7	341.5	1.045.4
2	841.5	183.1	1.024.6	239.0	159.7	6.7	405.4	1.430.0
1980 1	1.027.4	256.3	1.283.7	237.9	175.6	11.5	425.0	1.708.7
2	1.103.4*	304.3*	1.407.7*	237.9	171.3	14.8	424.0	1.831.7*

* Hasta septiembre.

(a) Incluye Caja Agraria.

(b) Corresponde a exigibilidades a la vista antes y después de 30 días en moneda extranjera, descontando lo destinado a financiación de los exportadores y otros rubros no pertenecientes a financiación para importadores.

(c) Valor registrado a través del artículo 132 del Decreto-Ley 444 de 1967, que a partir de 1976 corresponde su totalidad a financiación para los importadores. Por limitaciones en la información, se asume distribución uniforme en ambos semestres desde 1978.

(d) Corresponde a préstamos efectivamente desembolsados.

(e) Conociendo los intereses correspondientes a este rubro, se infirieron estos saldos dividiéndolos por la "prime rate" más 2 puntos. No obstante, este método subestima la cuantía verdadera en la medida en que otra parte de los intereses aparecen como comisiones, otros gastos, etc.

Fuente: 1976 y 1977. Tomados de Juan C. Jaramillo y Fernando Montes N., "El Comportamiento del Endeudamiento Privado Externo para la Financiación de Importaciones: 1971-1977" en *Revista del Banco de la República*, marzo 1978, cuadro 1, pág. 310. 1978, 1979 y 1980: Elaborados con base en balances consolidados de los bancos y corporaciones y en información de la Oficina de Cambios.

Lo anterior nos enfrenta a un segundo problema: escoger el rezago X que resultase ser más representativo de los desembolsos de préstamos en M/E que, en el tiempo t, correspondían a registros realizados en el momento t-x.

CUADRO 5

Endeudamiento privado en M/E por dólar de importación reembolsable registrado*

Semestres	Sistema financiero nacional	Oficina de Cambios**	Total
	(1)	(2)	(1)+(2)
1976 1	.44	.06	.50
2	.48	.07	.55
1977 1	.39	.09	.48
2	.23	.08	.31
1978 1	.26	.09	.35
2	.25	.09	.34
1979 1	.26	.09	.35
2	.31	.07	.38
1980 1	.31	.06	.37
2	.33	.06	.39

* Se asume un rezago promedio de seis meses entre la fecha de registro y la fecha del desembolso del préstamo con el propósito de hacer el siguiente cálculo:

$$\text{Saldo promedio del endeudamiento en } t$$

Valor importaciones reembolsables registradas entre t-2 y t-1

donde t corresponde a los semestres.

** Excluye los préstamos del Artículo 131 del Decreto-Ley 444 de 1977 por corresponder a importaciones no reembolsables. Fuente: cálculos sobre el cuadro 2 e información de INCOMEX.

En un estudio reciente (19) se encontró que la mayor proporción de pagos de importación se hacían en el periodo que transcurría entre el sexto y el decimoséptimo mes posteriores al registro de importación. En efecto, entre 1976 y 1979, el 48.4% del total de registros de importación se cancelaron, en promedio, durante ese periodo, mientras que sólo un 8% se canceló en los primeros cinco meses (20). Así, puesto que la mayoría de los pagos se hacen en el año que transcurre a partir del sexto mes de realizado el registro, fijamos X como igual a seis meses.

Hechas estas aclaraciones, podemos concluir, del cuadro 5, que la financiación a los importadores en M/E por parte de la banca nacional tendió a decrecer a partir de 1976. En particular, se observará que alcanza su nivel más bajo en el segundo semestre de 1977, cuando puede referirse, por ejemplo, que sólo un 23% del total de los registros fue financiado durante el año comprendido entre junio de 1976 y junio de 1977. Durante 1978, los importadores continuaron manteniendo un ritmo de endeudamiento relativamente bajo con la banca nacional, dadas las altas tasas de interés que allí se cobraban. Entre tanto, algunos grandes importadores recurrieron a incrementar levemente su endeudamiento a través de líneas de crédito directas entre 1976 y 1978, como una respuesta a las fuertes medidas de

(19) Véase Mary C. Berrio N. y Marceliano Cabrera E., Op. Cit. Anexo 7-A.

(20) Es importante aclarar que estas cifras no pueden ser utilizadas para mostrar la efectividad o ineffectividad de la política sobre agilización de pagos al exterior, ya que el plazo de giro se cuenta a partir de la fecha de embarque.

restricción monetaria que entonces adelantaba el gobierno nacional. Sin embargo, este tipo de endeudamiento, que por sus características representa un mercado segmentado, alcanza un punto máximo de sólo el 9%, en 1978.

Estrictamente hablando, sólo son comparables las cifras de los años 1976 a 1978, en razón a que la proporción "nacionalizaciones/registros totales" fluctúa muy poco en esos años (0.62, 0.66 y 0.62, respectivamente) (21). Esto nos permite concluir que, en ese periodo, la financiación a los importadores decreció de un 52.5% a un 34.5% (22) a pesar de que algún sector trató de sustituir el endeudamiento en M/E a través de la banca nacional por el endeudamiento directo con el exterior.

Analizar los años de 1979 y 1980 representa mayores dificultades, ya que se presentaron menores proporciones de nacionalizaciones a registros de importación (.55 y .58*, respectivamente). No obstante, sí podemos afirmar que el endeudamiento del sector importador tendió a recuperarse en el caso de la banca nacional y a disminuir levemente en el caso del endeudamiento directo. Y esto no sólo porque las cifras del cuadro 10 muestran una financiación promedio del 36.5 y 38% para 1979 y 1980, respectivamente, sino porque, al incrementarse "ficticiamente" el valor de los registros de importación, es claro que hay una subvaloración de la proporción de importaciones verdaderamente financiadas. Sin embargo, resulta aventurado concluir que el endeudamiento del sector importador haya regresado a los niveles de 1976 y que, por ende, la presión a incrementar sus propios capitales de trabajo durante 1977 y 1978 haya cedido completamente.

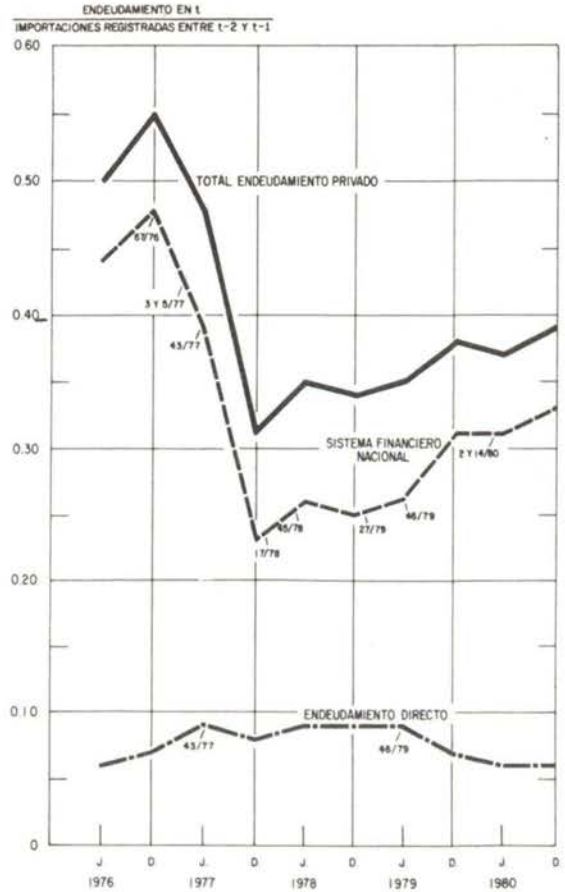
Finalmente, con relación al endeudamiento privado en M/E por dólar de importación, resulta interesante analizar el gráfico 1. Obsérvese, en primer término, que dicha relación viene afectada por las determinaciones que tome la Junta Monetaria en materia de encajes sobre M/E, ya que esto modifica sensiblemente el margen de intermediación del sistema financiero nacional en este tipo de operaciones. Así, por ejemplo, la Resolución 67 de 1976, que elevó el encaje ordinario en M/E a seis puntos y además impuso en encaje del 100% a partir del 1o. de enero de 1977, tuvo como efecto inmediato desincentivar la utilización de este tipo de endeudamiento. A pesar de que el endeudamiento directo con el exterior se incrementó, obsérvese que los importadores, como un todo, recibieron menor financiación.

Lo sorprendente respecto del estudio realizado por J. C. Jaramillo y F. Montes (23) es que esperaríamos que con el desmonte del encaje marginal sobre M/E, según la Resolución 45 de 1978, esta relación debería haberse incrementado notablemente. Sin embargo, como se observa en nuestro gráfico, esto no sucedió. A pesar de un leve repunte de dicha relación a partir de junio de 1978, esta se mantiene a niveles bastante inferiores respecto del año 1976. Además de los problemas ya mencionados sobre la comparación de este índice a partir de 1978, esto también debe explicarse por el estricto control que se ha mantenido

sobre las fechas límites de reembolso de estos préstamos. Así, por ejemplo, las Resoluciones 43 de 1977 y 46 de 1979, que exigen reembolsos más ágiles de los préstamos obtenidos interna o externamente, tienden a mantener baja dicha relación.

GRAFICO 1

Endeudamiento privado en M/E por dólar de importación reembolsable registrado



La conclusión general que se puede extraer del gráfico 1 es que, en los años 1976 y 1977, la legislación que regulaba los encajes en M/E tendía a explicar el endeudamiento relativo del sector importador. Esto sólo tendió a ser compensado por parte de los grandes importadores recurriendo en mayor proporción a las líneas de crédito directo con el exterior. Sin embargo, en el periodo 1978-1980, a pesar

(21) Ibid, Cuadro 8, pág. 35. Algunos cálculos consignados en el estudio de Jaramillo y Montes, Op. cit., sobre endeudamiento por dólar de importación tenderían a relativizarse si la relación nacionalizaciones/registros varió significativamente entre 1970 y 1976. Por lo pronto sabemos que esta relación fue bien diferente en 1975 (0.88) que en el periodo 1976-1978, (0.63).

(22) Recuérdese que este fenómeno también puede obedecer a periodos de financiación más cortos y no necesariamente a menores proporciones financiadas. En general, ambos hechos debieron ocurrir simultáneamente.

* Datos hasta junio.

(23) Op. cit.

del desmonte del encaje marginal sobre M/E, las cifras no muestran un repunte de dicho índice debido a una subestimación de las importaciones realmente financiadas y, seguramente, por la fuerte legislación existente sobre los plazos máximos de reembolsos a los prestamistas.

III. La relación entre el costo interno y el costo externo del crédito

Es claro que si el costo del endeudamiento en M/E, tanto a través de la banca nacional como de las líneas de crédito directas, se incrementara sensiblemente, los importadores podrían pensar en sustituirlo por el endeudamiento en moneda nacional. Sin embargo, si se presentara esta situación, la escogencia de uno u otro tipo de crédito depen-

dería, fundamentalmente, de las tasas de cambio que tiendan a prevalecer.

En efecto, el aceleramiento del ritmo de devaluación tiende a operar como un freno a las entradas de capitales especulativos al país, en situaciones en las que las tasas activas de interés del mercado colombiano superan por amplio margen las tasas de interés del mercado financiero internacional —reflejados en la "prime rate" o la "LIBOR".

Con el propósito de esclarecer si en los últimos años el diferencial de tasas de interés ha inducido a los importadores colombianos a sustituir crédito en M/E por crédito interno, hemos calculado las diferencias entre endeudarse en M/N y el costo total (incluyendo el ritmo de devaluación) del endeudamiento en dólares.

CUADRO 6

Diferencias entre el costo total del endeudamiento en moneda nacional y en moneda extranjera para importadores*

(Semestres**)	Costo endeudamiento externo via:						
	Costo endeudamiento interno (1)	Sistema financiero nacional (2)	Crédito directo (3)	Total de (2) y (3) ponderados (4)	Tasa de devaluación anual (5)	Costo total (6) = (4)+(5) + (4)x(5)%	Diferencial (1)/(6)
1976 1	30.21	10.21	8.21	9.65	12.70	23.58	1.28
2	29.36	10.71	8.31	10.05	10.75	21.88	1.34
1977 1	23.82	11.32	7.88	10.04	8.50	19.39	1.23
2	33.79	12.80	8.81	10.98	4.70	16.20	2.09
1978 1	34.93	14.64	9.49	12.80	5.50	19.00	1.84
2	29.73	18.75	11.50	16.33	7.65	25.23	1.18
1979 1	41.31	24.07	13.67	20.67	9.45	32.07	1.29
2	46.73	23.54	15.64	21.30	8.20	31.25	1.50
1980 1	48.47	25.68	18.33	23.84	8.80	34.65	1.40
2	57.77	24.29	16.09	22.24	14.05	39.42	1.47

* A diferencia del cuadro 2, aquí se incluye el costo de la devaluación.

** Promedio sobre cálculos trimestrales.

(1) Rentabilidad efectiva anual de los CAT a 90 días si se utilizan para impuestos.

(2) y (3) Corresponden a las columnas (1) y (2) del cuadro 2.

(4) Ponderados por el monto de sus utilidades, según cuadro 3.

(5) Tasa de devaluación del peso frente al dólar en año completo.

(6) El componente (4) x (5) % toma en cuenta el efecto conjunto de la devaluación y la tasa de interés externa.

Fuentes: (1) Cálculos sobre promedios ponderados de las cotizaciones en la Bolsa de Bogotá. (2), (3), (4) cálculos sobre los cuadros 2 y 3.

Como se observa en el cuadro 6, se ha tomado como un proxy de la tasa de interés activa del mercado colombiano la rentabilidad efectiva anual de los CAT a 90 días. Como es sabido, esta corresponde a la tasa de interés que pagan los exportadores colombianos cuando requieren capital de trabajo y, por lo tanto, venden sus CAT en las bolsas de valores de Bogotá y Medellín. La principal objeción para trabajar con CAT como indicador de la tasa de interés activa suele ser que, a pesar de ser un mecanismo relativamente abierto a cualquier inversionista, pueden presentarse situaciones muy cambiantes en las cotizaciones debido a problemas coyunturales de oferta y demanda (24). En el primer caso debido no sólo a la dinámica que muestran las importaciones diferentes de café —que terminan las medi-

das gubernamentales para ampliar este subsidio—, sino también en razón del ritmo de devaluación que se adopte. En el segundo caso se argumenta que las épocas de pagos de impuestos despiertan una gran demanda por este tipo de certificados, y en el mismo sentido operan las medidas sobre exenciones de impuestos para los inversionistas que compran CAT.

Dado que algunos de estos factores constituyen restricciones al libre desenvolvimiento del mercado de CAT en el corto plazo, se ha sugerido trabajar sobre la base del conocimiento de las tasas pasivas de interés, agregándoles el margen de intermediación bancario. Este método parece

(24) Véase por ejemplo, J. C. Jaramillo y F. Montes, Op. cit.

válido para períodos en los cuales dicho margen de intermediación ha permanecido estable, pero plantea serias dificultades para uno en el que —como 1977-1980— registró cambios importantes en la estructura financiera del país y, por lo tanto, en los márgenes de intermediación.

A fin de no sesgar los cálculos sobre el costo de endeudamiento interno asignando un margen de intermediación que debió ser cambiante (no sabemos en qué proporción), se optó por trabajar con la rentabilidad efectiva anual del CAT de 90 días como proxy de la tasa activa de interés doméstica. Tal como se observa en la primera columna del cuadro 6, los resultados así obtenidos parecen constituir un buen indicativo de la evolución del costo del endeudamiento interno en el mediano plazo: (25).

De otra parte, se calculó el costo total del endeudamiento externo para los importadores, agregando no sólo el costo de la devaluación a las tasas de interés para endeudamiento en M/E de la sección II, sino tomando en cuenta también el efecto conjunto de ambas variables. (26). Es claro que el diferencial entre el costo del endeudamiento interno y externo presenta resultados distintos si se calcula para el sector de los grandes importadores, que si se hace para el grupo de importadores que se ven limitados a endeudarse a través de la banca establecida en el país.

Con el fin de globalizar la situación del sector importador, en la última columna del cuadro 6 se calculó el diferencial entre el costo del endeudamiento doméstico y el endeudamiento externo ponderado del sector importador. De esta manera se trata de reflejar el hecho de que los importadores recurren a dos fuente bien distintas para obtener crédito en M/E. Los resultados obtenidos muestran que este diferencial se hizo máximo en el segundo semestre de 1977 gracias a que en ese período el ritmo de devaluación fue bastante bajo y se presentó un alza en las tasas de interés domésticas como respuesta a las medidas del encaje marginal. Estos diferenciales son bastante cambiantes en razón no sólo de los determinantes ya señalados (encajes en M/E, prime rate, comisión de corresponsales), sino debido al ritmo de devaluación y a las medidas monetarias tendientes a reducir la expansión secundaria en el mercado doméstico. Obsérvese por último, que a pesar de las altas tasas de devaluación adoptadas en el segundo semestre de 1980, el diferencial se mantiene a niveles del 45%. Esto indica que para el sector importador como un todo era más rentable mantener sus deudas en M/E y utilizar internamente sus recursos en M/Nal., dadas las altas tasas de interés domésticas.

La conclusión general que se puede extraer del cuadro 6 es que los importadores tuvieron que haber recurrido a la utilización de mayor capital de trabajo propio (según se mostró en el cuadro 5) debido no sólo al creciente costo del endeudamiento en M/E (columnas (2) y (3) del cuadro 6), sino al creciente diferencial entre el endeudamiento doméstico y el endeudamiento externo (27). El endeudamiento en

moneda nacional no constituyó, entonces, ninguna alternativa financiera para el sector importador durante este período.

IV. Resumen y conclusiones

1. Si bien el sistema de depósitos de importación sirvió para los propósitos de estabilización de precios internos al regular el mercado de certificados de cambio y propiciar una agilización de pagos al exterior, estos representaban un costo implícito adicional para el sector importador. En particular, vimos cómo el depósito previo a la nacionalización significó un costo implícito ad-valorem que fluctuó entre los \$ 3 y \$ 6 por cada \$ 100 de importación, en el período 1977 y 1980.

2. Sin embargo, y a diferencia de otros estudios, nos pareció importante el calcular este costo implícito de manera neta; es decir, teniendo en cuenta que la porción del giro representada por ese depósito no había sufrido los rigores de la devaluación. Este factor se torna casi depreciable en años de alta devaluación especialmente en 1977, pero adquiere gran importancia en años de alta devaluación, como 1980, cuando representó un beneficio cercano al 2% para aquellos importadores que mantenían el depósito de giro durante cinco meses.

3. Así, pues, en un país como el nuestro, 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 hace que el sector im-

(25) Sin embargo, aún podría cuestionarse este indicador si no explicáramos por qué se escogió el vencimiento de 90 días y no el de 30, 60 ó 120 días. Por ejemplo, otros autores que utilizan el CAT como proxy de la tasa de interés doméstica han tomado el rendimiento de 120 días. (Véase M. Carrizosa "Dinero, Política Monetaria y Tasas de Interés" en Boletín Mensual de la Bolsa de Bogotá, octubre 1980, pág. 7).

Un análisis detallado del comportamiento de las tasas de interés que reportan los diversos vencimientos de los CAT muestran que, tanto para el caso de venta en Bolsa como para el pago de impuestos, estos rendimientos tienden a estabilizarse sólo para períodos de vencimiento entre 90 y 180 días. Para vencimientos de 30 y 60 días las tasas de interés dan saltos muy variados, por esta razón se prefieren los vencimientos de 90 y 120 días. (Véase, Bolsa de Bogotá Manual de Valores de Renta Fija y Otros, pág. 66).

Por último, aunque nuestro interés es averiguar la sección más estable de estos rendimientos, vale la pena señalar que la estructura de los CAT muestra menores rendimientos a mayores plazos de vencimiento, lo cual no deja de ser paradójico en un período en el que el mercado financiero se comportó "premiando" de mejor manera a quienes inmovilizaban su dinero por mayor tiempo, es decir, al revés del mercado de los CAT.

(26) Este efecto conjunto podría interpretarse como el esfuerzo financiero adicional que deben hacer los importadores al endeudarse en M/E cuando los intereses sobre los dólares deben contabilizarse a una nueva tasa de cambio (pesos por dólar) por efecto de la devaluación.

(27) El Estudio de M. Carrizosa, Op. cit., muestra otra tendencia para el diferencial entre el endeudamiento doméstico y el externo, ya que la base de los cálculos difiere sensiblemente:

	(Cuadro 6) Promedios de (1)/(6) %		Cálculos de M. Carrizosa (Op. cit)	
1976	1.31	—	1.73	+11
1977	1.67	+27	2.53	+46
1978	1.52	-9	1.71	-32
1979	1.39	-9	1.83	+7
1980	1.44	+4	1.51*	-17*

* Proyección.

portador tienda a recargar estos mayores costos de el consumidor final. Es este problema estructural de la transmisión de precios de los productos importados hacia el interior del país el que puede convertir este instrumento de los depósitos de importación en un "arma de doble filo".

4. Lo anterior es particularmente cierto para años de baja devaluación, cuando el impacto del costo implícito *ad-valorem* del depósito no se ve contrarrestado por el beneficio de que una parte del giro esté aislado de la inflación interna. En la medida en que este costo implícito neto se lograra descargar sobre el consumidor final, se tendría, paradójicamente, que el sistema de depósitos generaría una presión inflacionaria indirectamente. No obstante, al comparar la magnitud de este fenómeno durante el período 1977-1980 con el observado a principios de los años setenta, se encontró que este no había sido muy grande, pero su incremento relativo no lo hace despreciable.

5. El sector importador enfrentó una nueva coyuntura financiera durante este periodo debido no sólo al nuevo sistema de depósitos, sino también en razón al control monetario que se empezó a ejercer sobre el crédito interno y externo. Históricamente, el sector importador ha tendido a financiarse con recursos externos cada vez que la autoridad monetaria restringe la expansión secundaria y la tasa de interés doméstica se eleva por encima de la "prime rate" más el costo de la devaluación. Aquí ha radicado la sustitubilidad tradicional entre el crédito interno y el crédito externo para los importadores del sector privado.

6. Sin embargo, con relación al endeudamiento en moneda extranjera, se encontró que el sector de los grandes importadores tendió a utilizar más extensamente las líneas de crédito directas con el exterior, aprobadas a través de la Oficina de Cambios, con el fin de evitar la creciente comisión que empezaron a cobrar los intermediarios nacionales como resultado de la imposición del encaje marginal sobre moneda extranjera desde finales de 1976. Esto explica la existencia de dos mercados muy diferentes para los importadores que recurrieron a endeudarse en M/E, en una época en que, gracias al desaceleramiento del ritmo de devaluación y el crecimiento de la tasa de interés doméstica, esta parecía la única alternativa. En efecto, el diferencial entre la tasa de interés doméstica y el costo total del endeudamiento en M/E se hizo máximo precisamente durante el último semestre de 1977 y el primero de 1978.

7. Se concluye de lo anterior que, si bien la mejor alternativa era el endeudamiento directo con el exterior, el sector importador como un todo se vio seriamente afectado por las medidas tomadas sobre encajes en moneda nacional y extranjera del sistema financiero doméstico, toda vez que sólo los grandes importadores tenían acceso efectivo al endeudamiento directo. Dado que el endeudamiento doméstico en moneda nacional tampoco fue alternativa por las altas tasas de interés vigentes, los importadores se vieron forzados a dar una mayor rotación a su capital de trabajo, aunque es claro que en otros casos sus expectativas de importar (medidas a través de los registros de importación) no se pudieron concretar. (En los dos últimos años se presenta una discrepancia marcada entre registros y nacionalizaciones).

8. Por último, se pudo comprobar que la financiación dada al sector importador cayó en términos relativos. A pesar de existir algunas dificultades para comparar en el tiempo un indicador de este fenómeno, no cabe duda de que el endeudamiento por dólar de importación registrada descendió de niveles del 50% al 35%, entre 1976 y 1978. Además de las medidas tomadas sobre encajes en M/E, esto tiende a explicarse por los estrictos controles existentes sobre reembolsos de préstamos en M/E.

9. Las conclusiones anteriores indican que el incremento en el componente importado de la inflación de este periodo, cualquiera que sea su monto, debe explicarse por la difícil situación financiera que enfrentó la mayoría del sector importador. Los costos implícitos netos del depósito previo a la nacionalización, las crecientes comisiones que cobraban los intermediarios nacionales al prestar en M/Nal. o M/E, los estrictos controles sobre fechas límites de reembolsos de préstamos en M/E representaron mayores costos de los productos importados. Estos mayores costos debieron recaer de manera importante sobre el consumidor doméstico. En términos de una sana política de apertura gradual de las importaciones, que exija una mayor productividad a los sectores desarrollados de nuestra industria nacional, estos mayores costos financieros tienen un efecto negativo. Sencillamente esto significa que la industria nacional no se ve forzada a producir con mayor eficiencia, y por lo tanto a disminuir el precio real de sus productos, debido a que los productos importados tampoco disminuyen su costo real.