



**ACUMULACION DE RESERVAS
INTERNACIONALES
Y AJUSTE MACROECONOMICO EN SEIS
PAISES EXPORTADORES**

Trabajo realizado por Fedesarrollo
para la Asociación Nacional de Exportadores -ANALDEX-

Investigador principal: Patricia Correa
Asistentes de Investigación: Ana María Herrera
Juan Pablo Trujillo

Bogotá, diciembre de 1991

PARTE I. RESULTADOS GLOBALES

PATRICIA CORREA

I. INTRODUCCION

El objetivo central de esta investigación es el análisis de alternativas de ajuste macroeconómico ante una situación de significativa acumulación de reservas internacionales como la que actualmente vive la economía colombiana. En términos más precisos, se busca encontrar elementos para poder responder al interrogante ¿Cómo, y hasta qué punto, es posible realizar dicha acumulación sin incurrir en grandes costos en términos de inflación, inadecuada asignación de los recursos y/o lento crecimiento?. Dentro de este contexto, el examen de las alternativas de ajuste del tipo de cambio cobrará especial importancia.

Para ello, además de recurrir a algunas herramientas de tipo teórico, el presente estudio se basó fundamentalmente en el análisis de la experiencia que en este campo han tenido algunos países con éxito exportador. Es decir, países que habiendo enfrentado una situación de exceso de oferta de divisas, aparentemente lograron superarla exitosamente sin desestabilizar sus economías, ni frenar significativamente el proceso exportador.

Así, el presente trabajo consta de dos partes principales. En la primera de ellas se hace un análisis comparativo de tipo general entre todos los países, y se presentan las principales conclusiones del estudio. En la segunda se hace una reseña de cada uno de los casos examinados. Dadas las limitaciones de tiempo y disponibilidad de información, tanto el análisis comparativo como los estudios de caso, se centraron en el examen de las condiciones macroeconómicas generales de tipo estructural y de corto plazo que acompañaron los procesos de acumulación de reservas, sin profundizar en los detalles sectoriales ni de política.

Antes de entrar en la discusión central de esta investigación, conviene hacer dos tipos de anotaciones aclaratorias: las primeras tienen que ver con los criterios adoptados para la escogencia de estos países, y las segundas con la definición de algunos conceptos macroeconómicos básicos cuya precisión consideramos importante para el mejor entendimiento de los argumentos que se desarrollarán posteriormente.

A. CRITERIOS PARA LA ESCOGENCIA DE LOS CASOS ESTUDIADOS

En la selección de los países que serían objeto de análisis se tuvo en cuenta, en primer lugar, que fueran economías pequeñas, pero con relativo éxito exportador y que hubiesen atravesado por procesos de apertura importadora y de liberación de controles al flujo de capitales. En segundo lugar, que hubiesen experimentado períodos de significativa acumulación de reservas. Esto último implicaba, necesariamente, que fueran economías donde existiera intervención estatal en el mercado cambiario.

Con base en estos criterios generales, se escogieron los países de Corea, Taiwan, Singapur, Turquía, México y Chile; los cuales, pese a tener en común las características mencionadas anteriormente, poseen estructuras socioeconómicas e institucionales bastante disímiles, y han experimentado procesos de desarrollo y apertura económica de diferente ritmo y con distinta secuencialidad en las políticas. Debido a que en el transcurso de la investigación se encontró que en algunos aspectos la experiencia de países del sudeste asiático (más parecidos en su estructura a Colombia)- como Tailandia, Malasia o Indonesia-, o países en donde los flujos de capital han sido importantes - como Israel y Alemania Occidental- resultaba particularmente interesante para el objeto de estudio, también se hacen breves referencias a estos casos.

B. ALGUNAS ANOTACIONES CONCEPTUALES

Puesto que parte central del análisis de los estudios de caso es el examen de las condiciones macroeconómicas generales que acompañaron los procesos de acumulación de reservas, es de crucial importancia clarificar qué se entiende por las primeras, y cuáles son las variables pertinentes para evaluar los respectivos procesos de ajuste.

1. Caracterización del proceso de acumulación de reservas

El primer aspecto a tener en cuenta es la caracterización de la acumulación de reservas : qué la generó, y a través de qué mecanismo se produjo. La escogencia de la política de estabilización más adecuada dependerá estrechamente de la respuesta a estas preguntas.

Características del régimen cambiario

Normalmente, la compra de activos externos (moneda extranjera) al sector privado por parte de un Banco Central obedece a una decisión explícita de intervención en el mercado cambiario para estabilizar el precio de estos activos (normalmente dólares u otra moneda fuerte); en otras palabras, a una política de estabilización del tipo de cambio. Las reglas de intervención cambiaria varían enormemente de país a país, y de período a período según los cambios estructurales y las necesidades específicas de cada economía.

En teoría los regímenes cambiarios oscilan entre los extremos de libertad cambiaria total (inexistencia de intervención) y sistemas de tipo de cambio perfectamente controlado por las autoridades (monopolio absoluto por parte del Banco Central en la compra-venta de divisas). Dado que en un mundo de permanentes cambios económicos es poco viable que una economía resista por mucho tiempo los efectos de la enorme volatilidad cambiaria que implica un régimen de cambios completamente libre, o las rigideces que involucra un sistema de tasa de cambio fijada siempre por la misma regla, en la práctica se encuentran pocos ejemplos de estos casos extremos. En la mayoría de los países se observa una constante evolución de los sistemas cambiarios a través del tiempo, oscilando entre mayor o menor intervención según las características estructurales de la economía y las circunstancias del momento.

Fuera de rechazar los casos extremos, no hay consenso en la literatura, sin embargo, acerca de cuál es el manejo de política cambiaria óptimo ni, por consiguiente, de cuál es el nivel de acumulación de reservas óptimo. De la experiencia histórica y de la constante reflexión sobre estos temas, los expertos han concluido que para responder estas preguntas es necesario tener en cuenta primero cuáles son las características estructurales de la balanza de pagos y de la economía en su conjunto, cuáles los puntos más

vulnerables de éstas, e identificar cuál es la naturaleza de los shocks monetarios y reales que enfrenta el país objeto de análisis ^{1/}. Es ésta la aproximación que hemos adoptado en el análisis de este trabajo.

Fuentes de expansión (contracción) de las reservas internacionales y alternativas de ajuste

Respecto a las fuentes de acumulación de reservas, conviene distinguir si éstas se originan en superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (es decir en mayores ingresos netos por ventas de bienes y servicios al resto del mundo) o en la cuenta de capitales. Si bien los efectos monetarios inmediatos de la acumulación de reservas son los mismos cualquiera que sea el origen de éstas, los efectos reales y las implicaciones macroeconómicas de mediano plazo serán muy diferentes según la fuente de expansión de las reservas.

Igualmente, los mecanismos correctivos adecuados (si se considera necesario imponerlos) serán distintos en uno u otro caso. Una política de revaluación, por ejemplo, en algunos casos puede resultar inefectiva para corregir desequilibrios de tipo financiero (causados, por ejemplo, por una caída en las tasas de interés externas) en tanto que sí podría afectar sustancialmente a la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por el contrario, cuando se producen shocks de tipo real (v.g. un aumento en los términos de intercambio) muchas veces es más aconsejable actuar sobre el tipo de cambio que sobre variables financieras.

En segundo lugar, es importante identificar si el incremento en la oferta de divisas es de carácter temporal o permanente (tarea última nada fácil de realizar en la práctica). Si es producto de un shock de tipo real que se percibe como transitorio (v.g. aumento en el precio externo del café por una helada en el Brasil), probablemente no se justifica tomar medidas cambiarias que tengan repercusiones indeseables de largo plazo. Diferente sería el caso de variaciones en términos de intercambio por razones más estructurales como cambios tecnológicos y de productividad o nuevos descubrimientos de recursos naturales, etc.

^{1/} Véanse, entre otros, Frenkel et. al (1991), Quirk (1990), Dornbusch (1987), Argy et. al. (1990), Edwards (1989) y Aghevli et. al. (1991).

En general, no se recomienda cambiar el nivel de precios relativos (por ejemplo el de la tasa de cambio real o la tasa de interés real) para corregir desajustes macroeconómicos de corto plazo, a menos que se considere que han cambiado las características estructurales de los mercados y por ende, han variado los verdaderos precios de "equilibrio". Este último concepto de equilibrio, utilizado frecuente e indistintamente por los economistas, no siempre es claro o fácil de medir. Un ejemplo de ello son las interminables discusiones que existen en la literatura acerca de cuál es el nivel de tasa de cambio real "óptimo" o de equilibrio de largo plazo [sobre este tema véase en especial Dornbusch (1988)], sobre las cuales conviene resaltar dos puntos claves.

Por un lado, no hay consenso sobre cuáles precios relativos son los que uno quiere medir o controlar: ¿La relación entre precios de exportaciones e importaciones? ¿La relación entre el índice de precios general (al productor o al consumidor) en el resto del mundo y el de la economía doméstica? ¿La relación entre los precios de los bienes transables y los no transables? ¿La relación entre los precios de los bienes transables producidos domésticamente y los transables producidos en el resto del mundo? y si éste es el caso, ¿Cuáles son los precios del resto del mundo relevantes, los de los países consumidores, o los de los países productores que compiten con los productores domésticos?. No sólo todas estas relaciones de precios son importantes en mayor o menor medida, según la variable objetivo que tengan las autoridades (estimular o desestimular las importaciones de bienes de consumo, aumentar la competitividad de las exportaciones, aumentar el stock de reservas internacionales, etc.), sino que movimientos deseados en una dirección pueden generar cambios en precios relativos indeseados en otra dirección. Esto, naturalmente, dificulta el análisis de cuál es la política óptima a adoptar en una situación de excesiva acumulación o desacumulación de reservas internacionales.

Por otra parte, como ya se mencionó, ante un exceso de oferta (demanda) de divisas, no es fácil determinar en qué momento es deseable inducir un cambio en precios relativos o dejar que el mercado así lo determine. Por ejemplo, si la tasa de cambio está controlada por las autoridades, no es fácil saber cuándo están dadas las condiciones para revaluar (devaluar) sin que se creen severos desajustes macroeconómicos en el mediano y largo plazo. Dentro de los principales factores que, según la literatura, justificarían un cambio en la tasa de cambio real podríamos mencionar los siguientes [véase Aghevli et. al. (1991), entre otros]:

-Cambios en progreso tecnológico. Los países con mayores tasas de productividad en los sectores transables, tenderán a revaluar sus monedas frente a las de países menos productivos.

-Shocks de términos de intercambio. Si se deteriora en forma permanente el precio relativo de los bienes transables (por ejemplo, por la ruptura del acuerdo cafetero), se puede justificar una devaluación real, y viceversa.

-Reforma comercial (desgravación arancelaria). Por la misma razón anterior se justifica una devaluación, y para compensar efectos fiscales de desgravación.

-Cambios en la estructura del gasto público. Si los gobiernos se vuelven importadores netos, por ejemplo, se puede justificar una devaluación, y viceversa.

-Variaciones en tasas de interés externas. Estas cambian la tasa de cambio real de equilibrio a través de dos mecanismos diferentes, a veces en direcciones opuestas. Primero, si las tasas de interés caen y la economía es abierta al mercado de capitales mundial, las tasas domésticas deberían caer también. Esto estimularía la demanda agregada, creando presiones devaluacionistas que compensarían las revaluacionistas causadas la entrada inicial de capitales. Segundo, si el país es deudor externo neto, las menores tasas de interés mejorarían la cuenta de servicios de la balanza de pagos, creando presiones de revaluación. La presión para revaluar será más fuerte cuanto menos elástica sea la tasa de interés interna hacia la baja. De allí que el manejo adecuado de la política monetaria sea crucial para evitar que se produzca un cambio indeseado en la tasa de cambio real.

2. Estructura de la balanza de pagos y alternativas de ajuste

Dentro de los aspectos estructurales de la balanza de pagos a tener en cuenta, es importante identificar, entre otros, cuáles son los principales determinantes de los ingresos y egresos de divisas, y qué tan abierta es la economía en términos comerciales y de flujo de capitales.

En la cuenta corriente, los determinantes mencionados cambiarán según sea la estructura comercial de tipo complementario o sustitutivo de la producción nacional, y si es de carácter primario, industrial o de servicios. Los efectos de una revaluación (devaluación) del tipo de cambio en una economía abierta, por

ejemplo, serán muy diferentes si la economía es primario-exportadora e importadora intensiva de bienes de consumo, o si es exportadora de bienes industriales e importa insumos y bienes de capital en una gran proporción. En el primer caso, es más probable que predominen los efectos contraccionistas de una revaluación, en tanto que en el segundo los efectos pueden llegar a ser expansionistas. Naturalmente, además, entre más grande sea el componente importado en la estructura de costos del sector exportador, menor el efecto adverso de la revaluación sobre éste.

En la cuenta de servicios financieros y de capitales, es importante tener en cuenta qué tan sólidos son el sistema financiero y el mercado de capitales doméstico, qué tan liberados o intervenidos están, y si el país es deudor o prestamista neto, entre otros factores.

3. Estructura económica y ajuste del sector externo

Además de las políticas mismas, las características estructurales de la economía determinan finalmente el funcionamiento de cada uno de los mercados de bienes y financieros, y por ende, la eficacia relativa de los instrumentos para estabilizar los efectos de una excesiva acumulación de reservas internacionales.

Por un lado, cuando los superávits corrientes o de capitales se perciben como permanentes o estructurales, es necesario analizar cuál es la capacidad de ahorro de la economía para absorberlos o compensarlos sin que se conviertan en una fuente importante de presiones inflacionarias. De esta manera, es crucial tener en cuenta qué es lo que hay "detrás" de un superávit en la cuenta corriente, en el sentido de cuál es su contrapartida en términos del equilibrio ahorro-inversión y del equilibrio de los mercados financieros. Para ello, conviene examinar los componentes de la identidad macroeconómica básica:

[1]

$$CC = Y - A = Y - (C + I + G)$$

La cuenta corriente de la balanza de pagos (CC) es equivalente a los ingresos netos recibidos del resto del mundo, es decir, el ingreso nacional (Y) de un país proveniente del trabajo e inversión de recursos nacionales en el interior y en el extranjero, menos el

gasto total nacional o absorción (A). Este último incluye el consumo de bienes por parte del sector privado (C), el gasto total del sector público (G) y la inversión (I).

Adicionalmente, puesto que este ingreso nacional puede ser utilizado para el consumo (C), pagar impuestos (T), o ahorrar (S), entonces tenemos que:

$$[2] \quad CC = (S - I) + (T - G)$$

Es decir, el balance en cuenta corriente de la balanza de pagos refleja el exceso (o faltante) de ingreso nacional sobre gasto, o sea, el exceso de ahorro sobre inversión privado (S-I) y público (T-G). En la medida en que las autoridades tienen un grado significativo de control sobre el déficit fiscal, la política en este frente, así como las características estructurales de las finanzas públicas, jugarán un papel crucial en la forma como se realice el ajuste ante un incremento (disminución) del balance corriente CC.

Por otro lado, si se decide compensar o eliminar dichos superávit a través de variaciones en el tipo de cambio, por ejemplo, hay que tener en cuenta que los efectos macroeconómicos de dicha política serán diferentes según sean las características de factores estructurales tales como :

-El grado de apertura general de la economía, en donde no sólo influye el grado de proteccionismo de la política comercial, sino restricciones en materia de infraestructura física, de transporte, topografía, etc.

-La flexibilidad del mercado laboral y de los salarios

-El grado de indexación de la economía, y la estructura de los contratos en general.

-La disponibilidad y manejo de la información por parte de todos los agentes de la economía, particularmente los involucrados con el comercio exterior.

-La eficiencia estatal en materia de expedir licencias, prestar servicios públicos, etc.

-La flexibilidad y eficiencia del sistema financiero.

4. Credibilidad y secuencialidad de las medidas

Finalmente, es importante enfatizar que en cualquier proceso de ajuste, el éxito depende de una adecuada secuencialidad en las políticas ^{2/} y de que el respectivo gobierno goce de "credibilidad" dentro del sector privado. Para ello, no solo es esencial que las instituciones democráticas sean sólidas y haya un clima político estable, sino que exista un flujo importante y transparente de información entre gobierno y sector privado, y que no haya erraticidad y cambios permanentes en las reglas de juego fijadas por el primero.

^{2/} Ello es particularmente relevante en el caso de las reformas estructurales y políticas de liberalización de los mercados, como las que ha adoptado Colombia en los últimos dos años. Si, por ejemplo, tal como se enfatiza en Debates de Coyuntura Económica (1990), Edwards (1987) y Choksi y Michaely (1990) entre otros, la liberación de los controles cambiarios al movimiento de capitales antecede a la liberación comercial, las posibilidades de éxito de la segunda se reducen enormemente.

II. SECTOR EXTERNO Y ACUMULACION DE RESERVAS

A. Caracterización de los procesos de acumulación de reservas.

Como se advirtió en el capítulo anterior, los países analizados poseen características estructurales bastante diferentes que se reflejan en forma clara en las estadísticas del sector externo. Es así como el tamaño de los activos externos acumulados por los bancos centrales de cada país, así como el valor de las transacciones de bienes, servicios, y de capital, varían enormemente según el grado de apertura comercial y financiera de cada economía.

Como se aprecia en el Cuadro 1 y el Gráfico 1 respectivo a cada país, el stock de las reservas internacionales oscila entre los extremos de US\$ 6500 que posee Colombia en la actualidad, y más de US\$ 73000 que ha acumulado Taiwan. Como porcentaje del PIB, los indicadores son igualmente variables entre países, registrando Corea el menor nivel relativo promedio durante las últimas dos décadas (6.3% en 1990) y Singapur y Taiwan los más elevados (82% y 46% para el mismo año, respectivamente).

En general, tal como se ilustra en el Gráfico 1, en todos los países se produjeron incrementos importantes en las reservas internacionales durante la segunda mitad de la década de los ochenta, período en el cual los países han tenido que enfrentar mayores problemas de recalentamiento en sus economías por este concepto.

Aunque estas cifras son ilustrativas del grado de apertura e intervencionismo estatal en los mercados cambiarios de los respectivos países a través del tiempo, no deben interpretarse como indicadores de la solidez real de su situación cambiaria, ni son suficientes para medir el grado de "exceso" de acumulación de reservas.

INDICADORES DE ACUMULACION DE RESERVAS

SINGAPUR

En meses Porcentaje
de impor- del PIB
tación 1/ crecimiento
t

En meses Porcentaje
de impor- del PIB
tación 1/ crecimiento
t

ISRAEL

CHILE

En meses Porcentaje
de impor- del PIB
tación 1/ crecimiento
t

En meses Porcentaje
de impor- del PIB
tación 1/ crecimiento
t

1976

1977

1978

1979

1980

1981

1982

1983

1984

1985

1986

1987

1988

1989

1990

2.1

2.3

3.5

3.7

3.5

3.1

3.5

3.2

2.6

3.3

3.9

3.8

2.6

3.4

3.8

9.9

10.4

20.0

24.1

26.4

22.8

21.2

19.5

15.1

19.8

17.2

21.4

9.9

2.4

1.8

4.0

5.7

6.2

4.2

3.9

5.3

4.8

5.8

5.5

4.8

5.2

4.8

8.4

4.7

3.6

9.2

13.0

14.7

11.8

10.8

13.6

14.1

18.4

17.5

15.8

17.2

18.0

23.4

5.2

190.3

93.3

51.9

-5.7

-33.2

0.9

6.0

6.2

0.0

0.9

27.3

15.3

49.0

24

921

1311

1410

-236

-1293

23

158

172

-1

26

813

581

2139

1/ Importaciones de bienes y servicios

1/ Importaciones de bienes y servicios

1/ Importaciones de bienes y servicios

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 1
INDICADORES DE ACUMULACION DE RESERVAS

	COLOMBIA			COREA			TURQUITA					
	En meses de importación 1/	Porcentaje del PIB	Tasa de crecimiento %	Cambio Millones de US\$	En meses de importación 1/	Porcentaje del PIB	Tasa de crecimiento %	Cambio Millones de US\$	En meses de importación 1/	Porcentaje del PIB	Tasa de crecimiento %	Cambio Millones de US\$
1976	5.09	7.9	113.02	618.6	3.5	10.5			2.3	2.7		
1977	6.91	9.2	56.94	663.8	3.9	11.7	45.5	1346	1.3	1.6	-31.1	-349
1978	7.57	10.6	35.65	652.2	1.8	5.7	-34.3	-1479	3.6	3.2	114.7	888
1979	10.86	15.0	65.44	1624.1	1.5	5.1	10.0	284	5.3	4.8	62.3	1035
1980	10.31	15.8	31.91	1310.1	1.3	5.3	-0.4	-11	4.6	6.5	29.7	800
1981	9.27	15.5	3.95	214.2	1.0	4.3	-9.6	-299	3.3	5.2	-20.4	-714
1982	7.03	12.5	-13.13	-739.4	1.1	4.3	5.1	144	3.1	5.3	-5.0	-138
1983	5.05	8.0	-37.06	-1812.3	0.9	3.2	-16.4	-483	2.8	5.7	2.5	65
1984	3.03	4.7	-41.68	-1293.0	1.0	3.4	15.7	386	2.2	5.1	-9.9	-267
1985	3.60	5.9	15.14	271.9	1.0	3.4	4.3	122	1.9	4.7	-5.1	-125
1986	5.95	10.0	68.22	1410.3	1.1	3.5	15.9	473	2.5	5.6	28.0	648
1987	5.42	9.2	-0.80	-27.8	1.8	4.3	65.7	2263	2.5	5.4	22.4	663
1988	5.58	10.0	10.44	360.0	2.6	7.3	118.6	6771	2.5	6.1	7.8	283
1989	5.33	9.5	1.50	57.0	3.2	8.7	23.0	2867	3.7	10.1	68.3	2670
1990	5.71	10.2	16.64	643.5	2.3	6.3	-3.6	-552	4.8		24.3	1600 a/
1991	8.20	13.7	44.51	2000.0								

1/ Importaciones de bienes y servicios

1/ Importaciones de bienes y servicios

a/ Según estimaciones de la OECD.

1/ Importaciones de bienes y servicios

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 1

INDICADORES DE ACUMULACION DE RESERVAS

MEXICO

	En meses	Porcentaje	Tasa de	Cambio		En meses	Porcentaje	Tasa de	Cambio
	de impor-	del PIB	creci-	Millones		de impor-	del PIB	creci-	Millones
	tación 1/		miento	de US\$		tación 1/		miento	de US\$
			‡					‡	
1976	1.4	1.4				2.1	8.2		
1977	2.1	2.1	37.5	470		1.6	6.3	-11.3	-171
1978	2.0	2.2	31.7	546		1.3	5.4	4.5	61
1979	1.7	2.8	50.1	1137		1.0	4.5	4.3	61
1980	1.5	2.4	18.8	640		1.1	6.7	50.3	738
1981	1.4	2.1	22.9	925		3.4	18.1	228.1	5030
1982	0.6	1.0	-64.3	-3194		4.4	19.1	17.9	1297
1983	2.5	3.3	169.8	3017		5.8	25.5	39.0	3327
1984	3.3	4.7	67.3	3225		6.8	30.4	32.1	3805
1985	2.3	3.2	-29.2	-2341		10.4	36.3	44.0	6892
1986	3.1	5.2	17.5	996		18.7	61.4	105.3	23754
1987	6.0	9.4	98.6	6580		21.5	75.8	65.7	30438
1988	2.1	3.6	-52.3	-6927		14.9	60.4	-3.7	-2851
1989	1.5	2.6	-17.0	-1078		13.2	49.9	-0.9	-673
1990	2.6	3.6	65.0	3414		12.5	45.9	-1.1	-783

TAIWAN

1/ Importaciones de bienes y servicios

1/ Importaciones de bienes y servicios

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Por un lado, la primera depende realmente del tamaño de las reservas en relación con el valor del flujo de demanda por moneda extranjera, en particular del valor de las compras externas corrientes. En la medida en que las reservas internacionales son un acervo que permite enfrentar problemas de liquidez cambiaria en casos de exceso de demanda de divisas, en la literatura se ha identificado como un nivel "adecuado" de éstas, aquel que permitiría financiar entre 3 y 4 meses de importaciones de bienes y servicios. De acuerdo con este criterio y según las cifras del Cuadro 1, sólo Taiwan (desde 1985), y recientemente Colombia (en 1991), han acumulado reservas hasta un punto que se considera más que adecuado dado el volumen de su comercio, llegando a representar más de 8 meses de importaciones de bienes y servicios. En este sentido, se podría argumentar que el actual caso colombiano es especial dentro del contexto mundial, por lo cual no es de sorprender que se haya convertido en la principal preocupación de las autoridades económicas durante 1991.

Por otra parte, sin embargo, el grado en el cual la acumulación de reservas resulta "excesiva" o refleja desajustes significativos a nivel macroeconómico, no solo está relacionado con el tamaño de ésta (cualquiera que sea el indicador empleado para su medición). Como se mencionó anteriormente, depende de factores tales como el grado de desequilibrio en los mercados monetarios y/o de bienes que ella produzca, lo cual no es independiente de la fuente que la origina. Antes de analizar las respectivas fuentes de incremento de los activos externos, podríamos definir, en forma un tanto arbitraria, los períodos de "significativa acumulación de reservas internacionales" en cada país como sigue:

TABLA 1. PERIODOS DE SIGNIFICATIVA ACUMULACION DE RESERVAS

PERIODO	TIPO DE PROCESO ^{a/}
Colombia 1 : 1979-1980	C
Colombia 2 : 1986	A
Colombia 3 : 1990-1991	CB
Corea 1: 1976-1977	CA
Corea 2: 1987-1989	A
Chile 1: 1979-1980	B
Chile 2: 1990-1991	B
México 1: 1987	A

México 2:	1990	B
Singapur:	1989-1990	CB
Taiwan :	1986-1987	CB
Turquía:	1989-1990	CB

^{a/} Véase la siguiente sección.

B. PRINCIPALES FUENTES DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS

Como se explicó anteriormente, para analizar estos períodos de incremento en las reservas internacionales conviene hacer primero una distinción entre los casos en los cuales éste se explica por la dinámica del mercado de bienes y servicios (exceso de ahorro sobre inversión global), y aquellos en que estuvo determinado por movimientos financieros. Es decir, distinguir si la fuente de acumulación fue la cuenta corriente o la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Con este propósito se creó la siguiente clasificación de los procesos de incremento en los activos externos (ver Tabla 1):

Tipo A : Procesos en que la acumulación de reservas se explica principalmente por superávit corrientes (la cuenta de capitales es deficitaria, o hay entradas de capital poco significativas)

Tipo B : Procesos en que se explica fundamentalmente por flujos de capital (la cuenta corriente está prácticamente en equilibrio o es deficitaria)

Tipo C : Una combinación de las dos fuentes anteriores. Cuando se especifica el período como CA o CB, significa que predominó el efecto cuenta corriente o de capitales, respectivamente.

De la observación de la Tabla 1, del Cuadro 1 y del apéndice estadístico A1, se desprenden tres conclusiones generales: a) En prácticamente todos los países analizados, los mayores niveles de acumulación de reservas se han producido en el último lustro; como se verá, este fenómeno se debe en gran parte a que en los últimos años se han llevado a cabo reformas liberacionistas en los mercados financieros y cambiarios más profundas que las efectuadas en épocas anteriores.

Gráfico 1. COLOMBIA RESERVAS INTERNACIONALES

Miles de millones de US\$

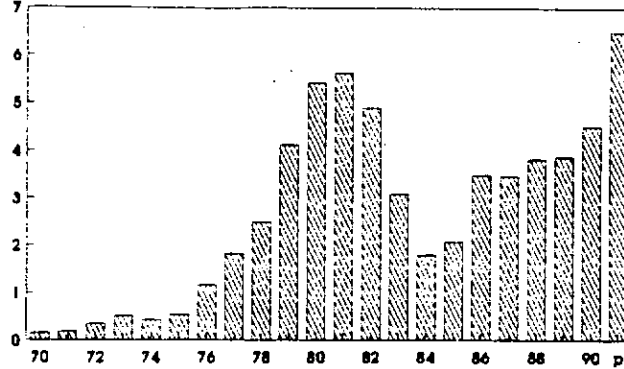


Gráfico 2. COLOMBIA BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

Porcentajes del PIB (%)

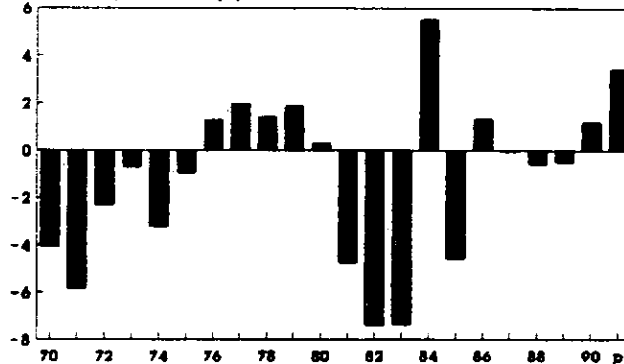


Gráfico 3. COLOMBIA INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

Indice 1985=100 (\$/US\$)

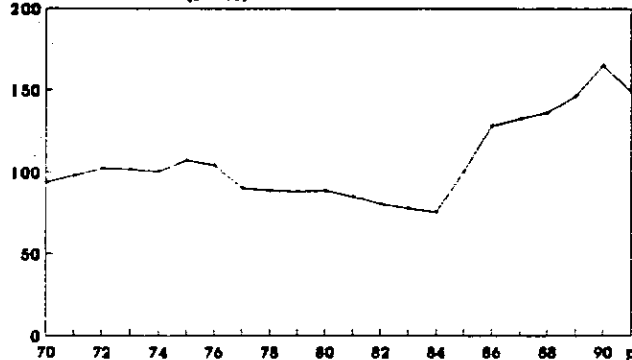


Gráfico 1. COREA RESERVAS INTERNACIONALES

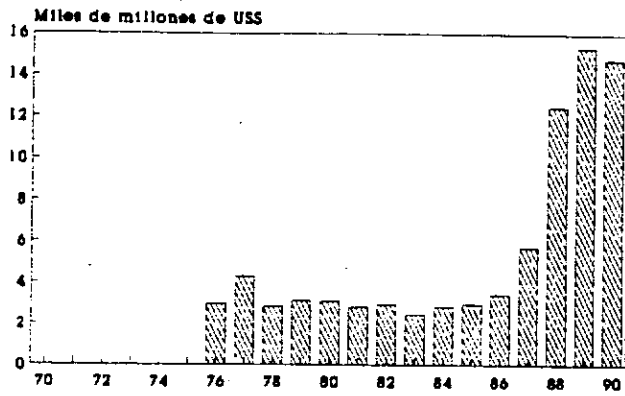


Gráfico 2. COREA BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

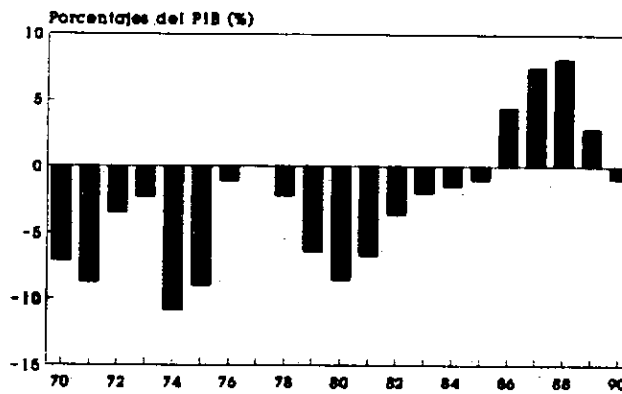


Gráfico 3. COREA INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

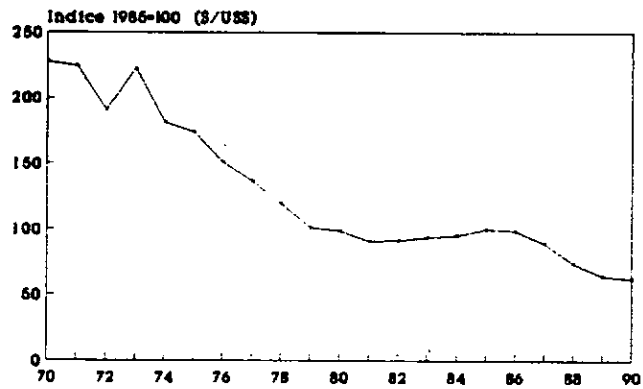


Gráfico 1. CHILE RESERVAS INTERNACIONALES

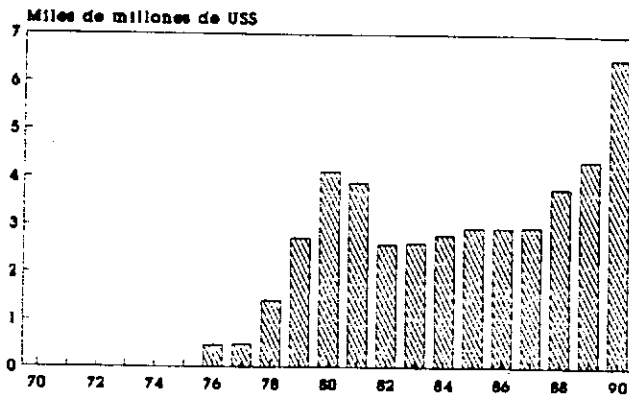


Gráfico 2. CHILE BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

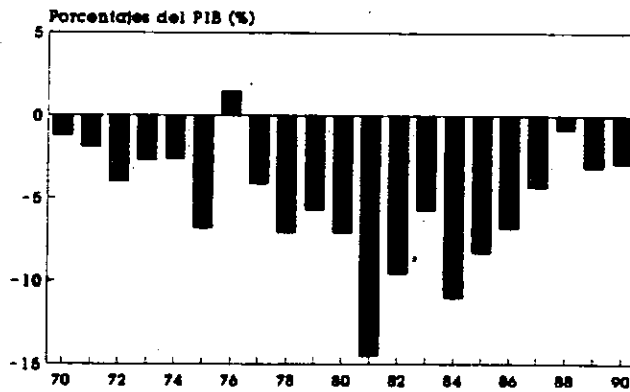


Gráfico 3. CHILE INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

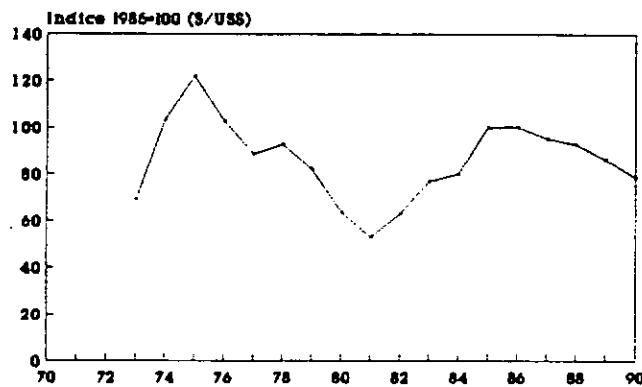


Gráfico 1. MEXICO RESERVAS INTERNACIONALES

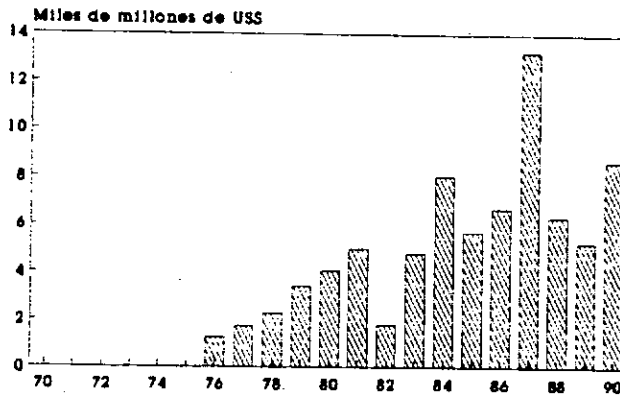


Gráfico 2. MEXICO BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

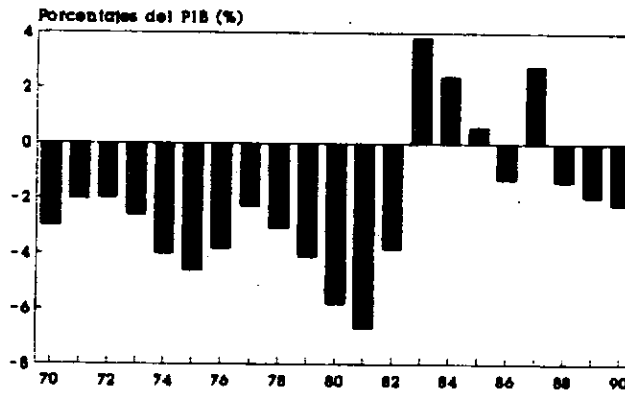


Gráfico 3. MEXICO INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

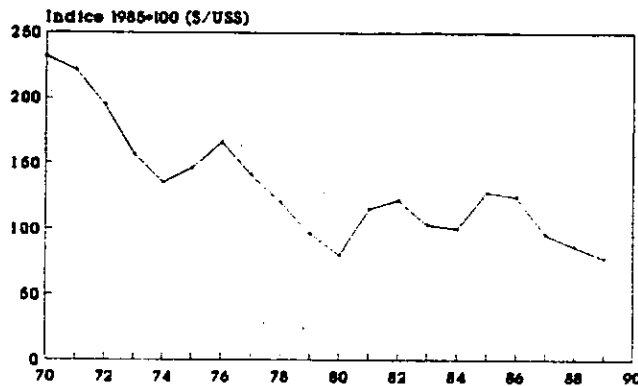


Gráfico 1. SINGAPUR RESERVAS INTERNACIONALES

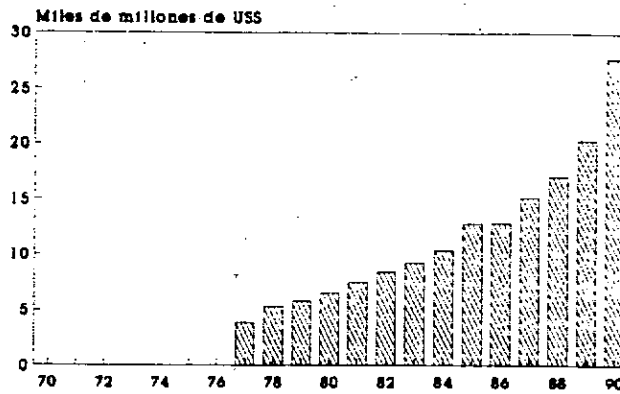


Gráfico 2. SINGAPUR BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

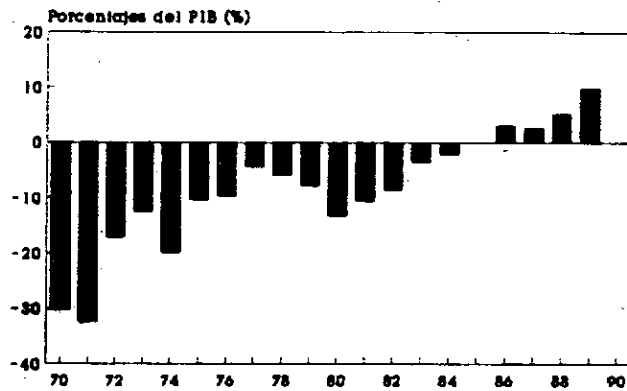


Gráfico 3. SINGAPUR INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

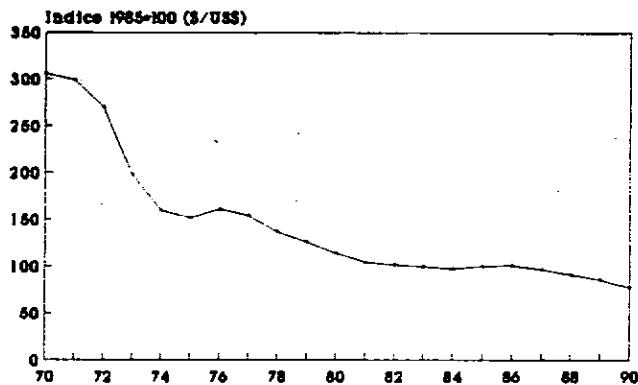


Gráfico 1. TAIWAN RESERVAS INTERNACIONALES

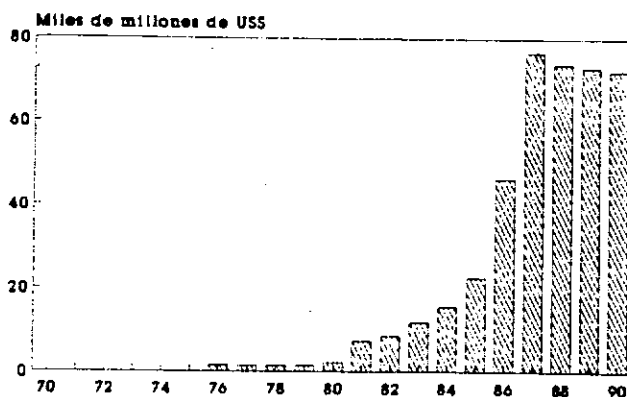


Gráfico 2. TAIWAN BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

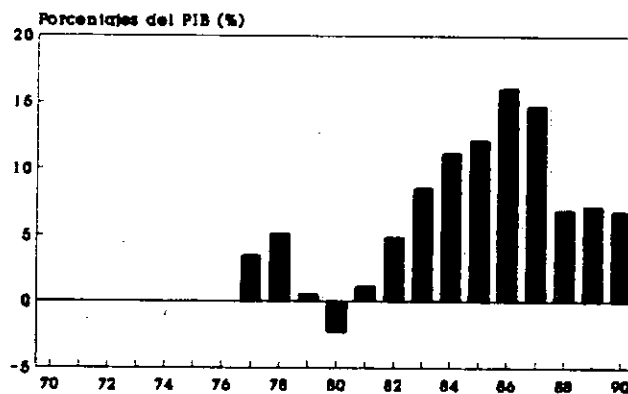


Gráfico 3. TAIWAN INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

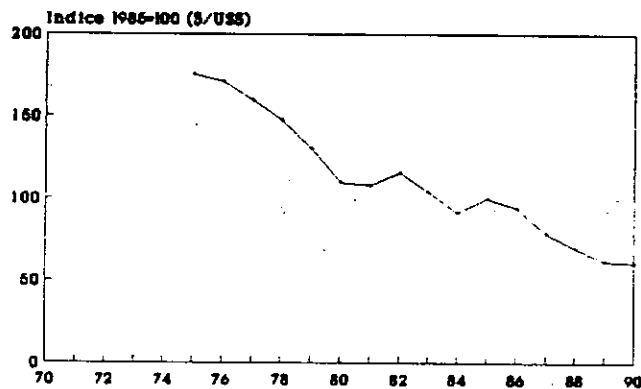


Gráfico 1. TURQUIA RESERVAS INTERNACIONALES

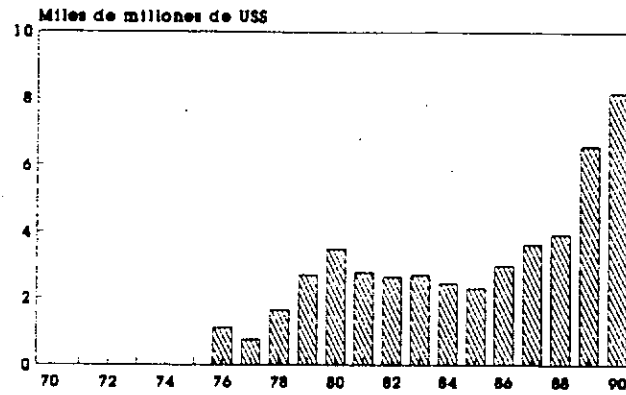


Gráfico 2. TURQUIA BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

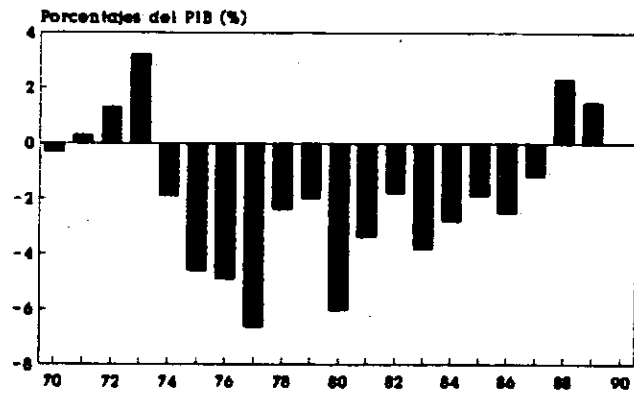
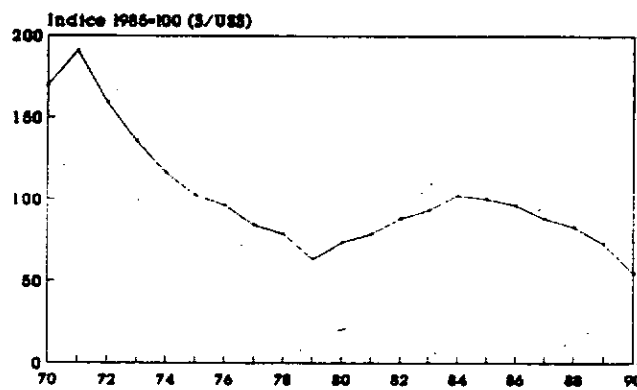


Gráfico 3. TURQUIA INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL



b) El comportamiento de los stocks de reservas internacionales, así como la evolución de todas las cuentas externas, ha sido bastante más inestable en los países latinoamericanos que en los demás países. En gran parte, ello es reflejo de los grandes desajustes macroeconómicos que ha vivido la región en las últimas décadas, producto no sólo de políticas erráticas e inadecuadas, sino de la gran vulnerabilidad de las balanzas de pagos de estos países a shocks de términos de intercambio. En efecto, la dependencia de estas economías de las exportaciones de productos primarios tales como el petróleo, cobre y café, hacen que su posición de activos externos y la política macroeconómica general tengan que supeditarse con frecuencia a las bruscas fluctuaciones que usualmente experimentan los precios externos de estos bienes. Por el contrario, en los países asiáticos y Turquía, las oscilaciones de las variables externas son más suaves en términos relativos, y hasta hace poco causaban menos perturbaciones de tipo macroeconómico.

c) En los años más recientes los influjos de capital han comenzado a tener más importancia que el balance de las transacciones de bienes y servicios en el incremento de las reservas internacionales; incluso en Corea, país donde las reservas cayeron en 1990, la cuenta de capital ha comenzado a mostrar superávits significativos. En Latinoamérica, a diferencia del período 1978-82, el origen y destino de estos capitales es fundamentalmente privado, y en todos los países en general se observa un repunte de la inversión extranjera directa en sus respectivas economías.

C. EL MANEJO CAMBIARIO DURANTE LOS PERÍODOS DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS

En materia cambiaria, se analizarán tres aspectos fundamentales: 1) Comportamiento del tipo de cambio nominal; 2) Evolución de la tasa de cambio real y 3) Características políticas e institucionales del manejo cambiario.

TABLA 2. MANEJO CAMBIARIO EN PERIODOS DE ACUMULACION DE RESERVAS

PERIODO	TASA DE CAMBIO NOMINAL	TASA DE CAMBIO REAL
---------	---------------------------	------------------------

Colombia 1 :	1979-1980	Estable	Revaluación
Colombia 2 :	1986	Devaluación	Devaluación
Colombia 3 :	1990-1991	Devaluación	Deval-
Revaluac.			
Corea 1 :	1976-1977	Estable	Revaluación
Corea 2 :	1987-1989	Revaluación	Revaluación
Chile 1 :	1979-1980	Estable	Revaluación
Chile 2 :	1990-1991	Devaluación	Revaluación
México 1 :	1987	Devaluación	Revaluación
México 2 :	1990	Devaluación	Revaluacion
Singapur:	1989-1990	Revaluación	Revaluación
Taiwan :	1986-1987	Revaluación	Revaluación
Turquía:	1989-1990	Devaluación	Revaluación

Fuente: Anexo A-3

Tasa de cambio nominal

En tres de los 12 períodos de acumulación de reservas analizados, se produjo un ajuste nominal (apreciación) en la tasa de cambio frente al dólar (Corea 2, Singapur y Taiwan), y en casi todos los demás se observó un descenso en el ritmo de devaluación nominal (véase la Tabla 2, Gráfico 4 y anexo A-3). Las revaluaciones nominales se concentraron en los países recientemente industrializados (NICS), donde las monedas locales se han apreciado en algunos años incluso a tasas superiores al 10% anual.

Tipo de cambio real

Como se puede apreciar en el Gráfico 3 de cada país, en todos los casos se produjo una revaluación REAL del tipo de cambio con respecto al dólar, siendo la única excepción el caso Colombia 2, país y período en el que se produjo una bonanza cafetera de corta duración que fue estabilizada exitosamente. Si como punto de comparación se tomara una canasta de las principales monedas con las cuales comercia cada país, y no el dólar exclusivamente, en

algunos casos la apreciación real fue menos pronunciada que lo que sugieren las cifras anteriores, sobretodo en la experiencia reciente de los países asiáticos.

No obstante la similitud que en este sentido mostraron todos los países, existen importantes diferencias en la forma como tuvo lugar el proceso de ajuste de la tasa de cambio real y, por supuesto, en el impacto macroeconómico de éste:

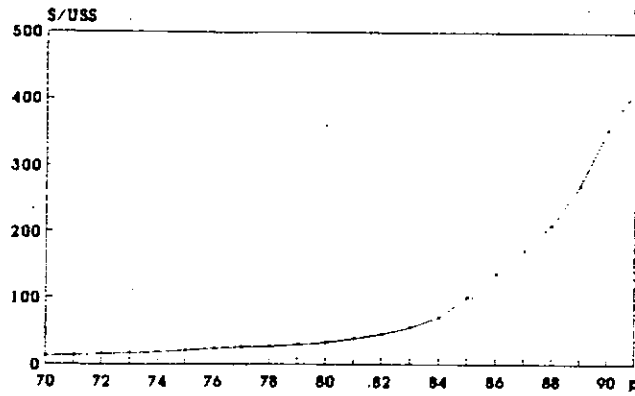
a). En primer lugar, como ya se señaló, en las economías asiáticas los ajustes se dieron tanto a través de revaluaciones nominales como de aumento en la inflación doméstica. En los demás países y en el episodio Corea-1, por el contrario, el ajuste en la tasa de cambio real se produjo antetodo a través del incremento del índice de precios general.

El que la tasa de cambio real se ajuste vía revaluación nominal o aumento en precios tiene repercusiones macroeconómicas importantes. Por un lado, los agentes que asumen directamente las pérdidas de rentas son diferentes. En el primer caso, se produce rápidamente un ajuste en la relación de precios entre los bienes transables y no transables, en detrimento de los primeros; de esta manera, recae el ajuste primordialmente sobre el sector productor de bienes comercializables (en mayor o menor medida dependiendo de la importancia del componente importado dentro de la estructura de costos), con un efecto nocivo inmediato sobre la balanza de pagos.

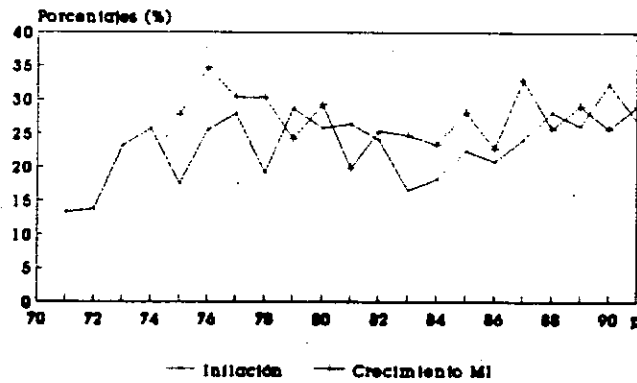
En el segundo caso, las presiones inflacionarias globales que se producen con la acumulación de reservas al no ajustarse la tasa de cambio nominal generan inicialmente desequilibrios monetarios que normalmente se traducen en un incremento del índice de precios global si no se estabilizan adecuadamente. Esto puede tener efectos redistributivos perversos, o generar una espiral inflacionaria si los mecanismos de indexación son generalizados y no hay aumentos en productividad. Si los efectos monetarios se estabilizan con mayor restricción fiscal, el peso del ajuste recae sobre otros sectores (casi siempre, disminuye la inversión pública en el campo social y en infraestructura).

b) En segundo lugar, como se puede apreciar en los gráficos presentados, en el primer grupo de países el fortalecimiento relativo de sus monedas (tanto nominal como real) es un proceso que se viene dando en forma paulatina desde comienzos de la década de los ochenta (acentuándose a partir de 1986); no es un fenómeno

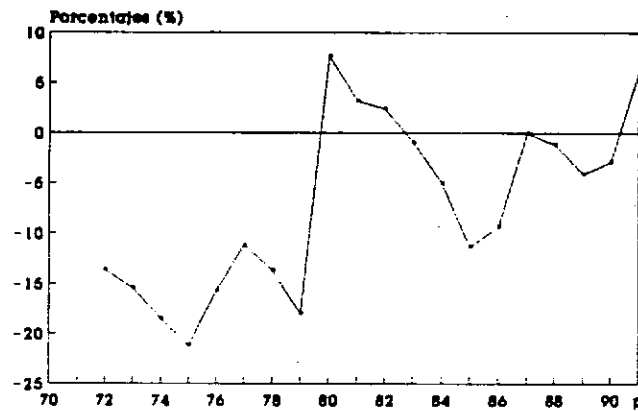
**Gráfico 4. COLOMBIA
TASA DE CAMBIO NOMINAL**



**Gráfico 5. COLOMBIA
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1**



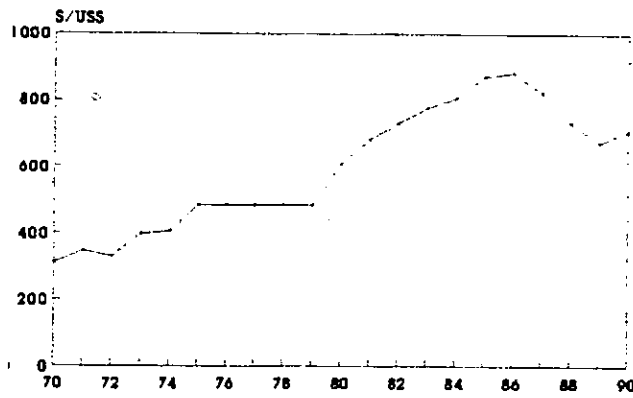
**Gráfico 6. COLOMBIA
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/**



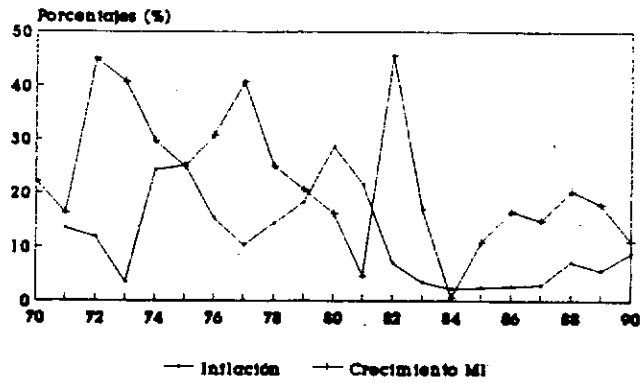
1/ Diferencia entre rentabilidad interna y externa

$$\left[\frac{(1 + \text{Rentab. interna})}{(1 + \text{Rentab. externa})} - 1 \right] \cdot 100$$

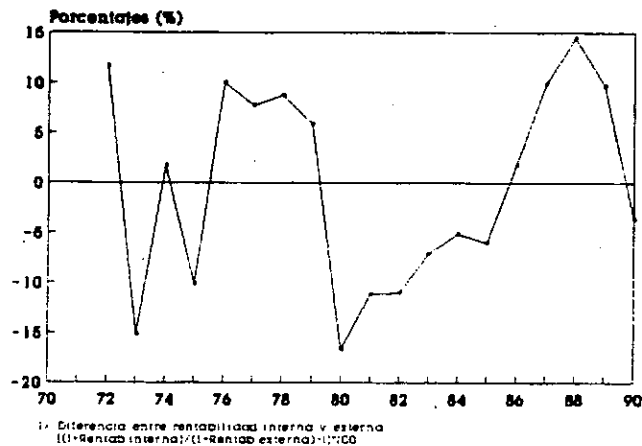
**Gráfico 4. COREA
TASA DE CAMBIO NOMINAL**



**Gráfico 5. COREA
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1**



**Gráfico 6. COREA
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/**



1/ Diferencia entre rentabilidad interna y externa

$$\frac{(1 + \text{Rentab. interna}) - (1 + \text{Rentab. externa})}{1 + \text{Rentab. externa}}$$

Gráfico 4. CHILE
TASA DE CAMBIO NOMINAL

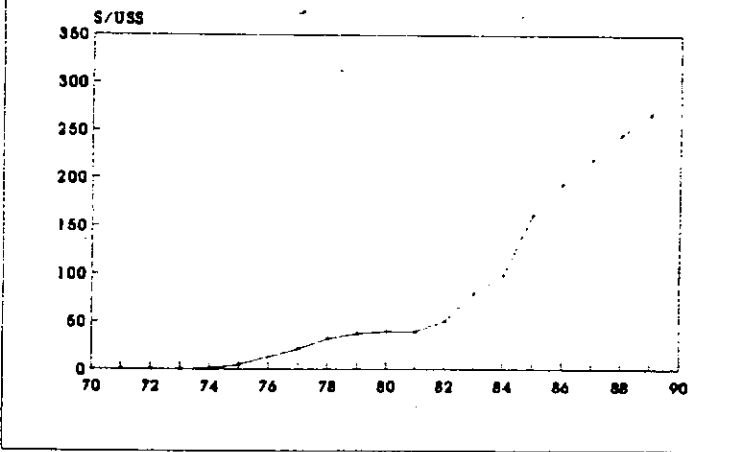


Gráfico 5. CHILE
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1

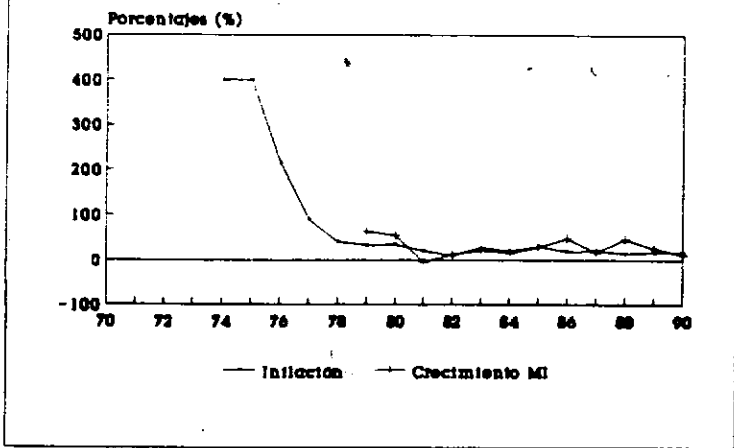
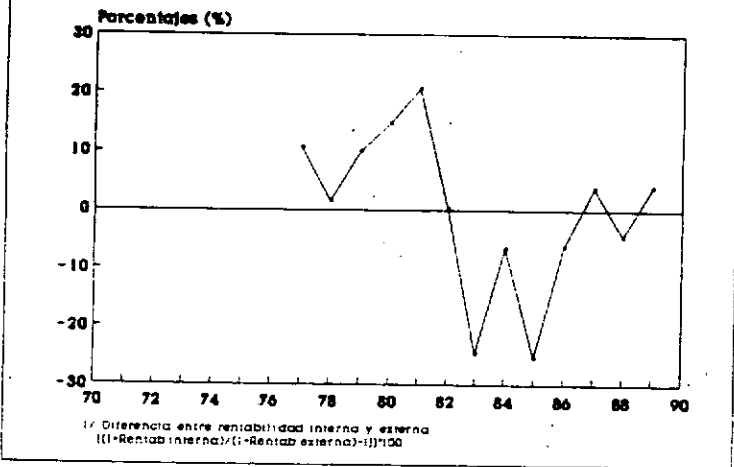


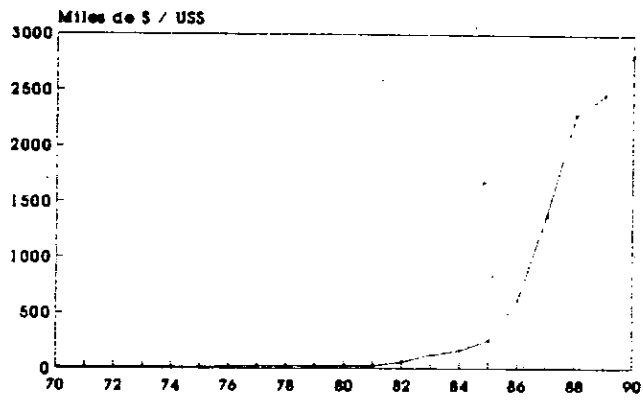
Gráfico 6. CHILE
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/



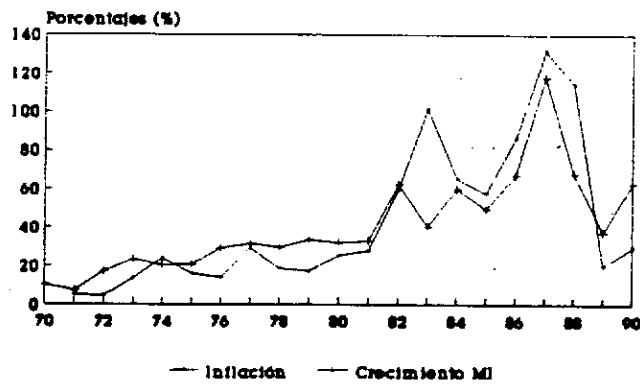
1/ Diferencia entre rentabilidad interna y externa

$$\frac{(i - \text{Rentab. interna}) - (i - \text{Rentab. externa})}{i} \times 100$$

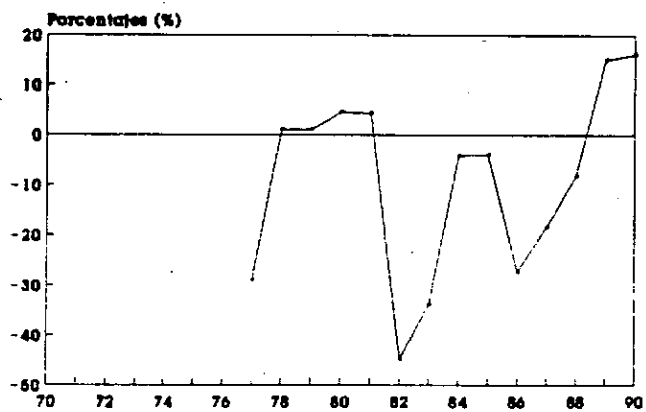
**Gráfico 4. MEXICO
TASA DE CAMBIO NOMINAL**



**Gráfico 5. MEXICO
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1**



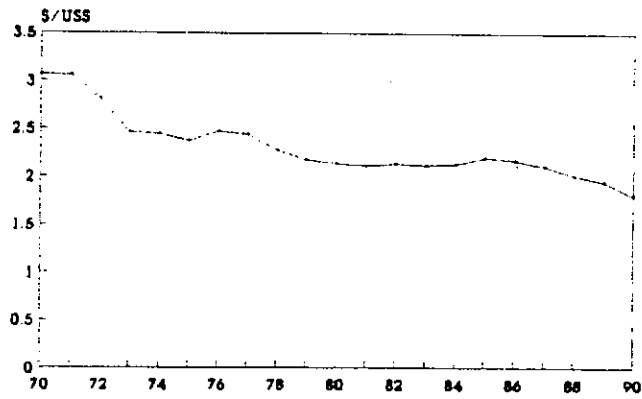
**Gráfico 6. MEXICO
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/**



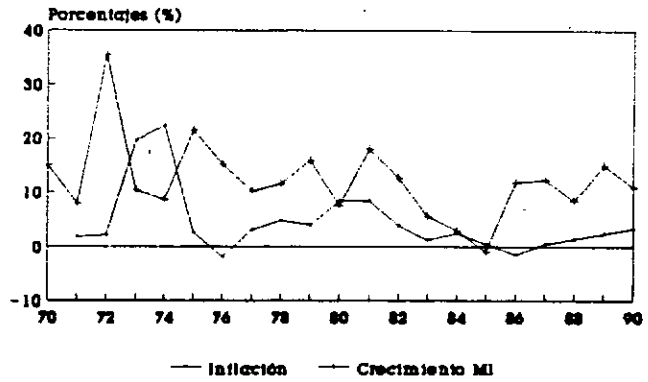
1/ Diferencia entre rentabilidad interna y externa

$$\frac{(1 - \text{Rentab. interna}) - (1 - \text{Rentab. externa})}{100}$$

**Gráfico 4. SINGAPUR
TASA DE CAMBIO NOMINAL**



**Gráfico 5. SINGAPUR
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1**



**Gráfico 6. SINGAPUR
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/**

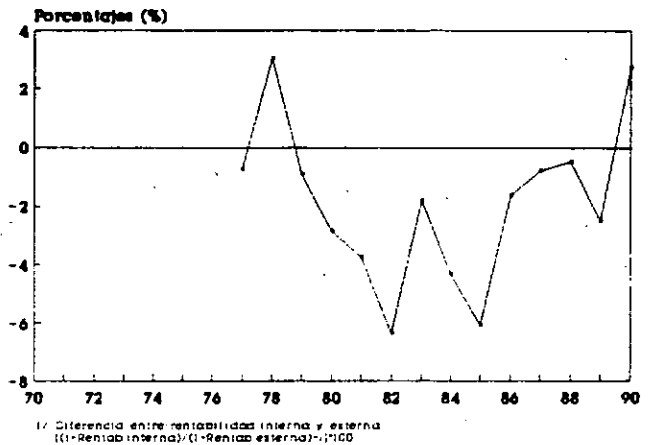


Gráfico 4. TAIWAN
TASA DE CAMBIO NOMINAL

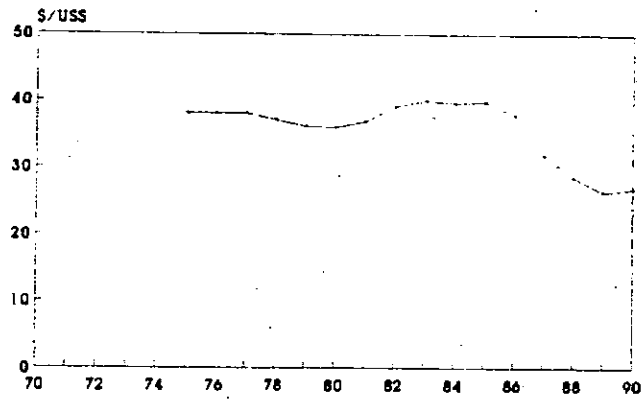


Gráfico 5. TAIWAN
INFLACION Y CRECIMIENTO DE M1

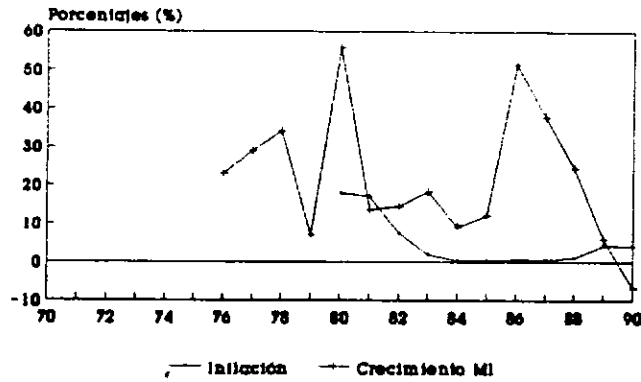
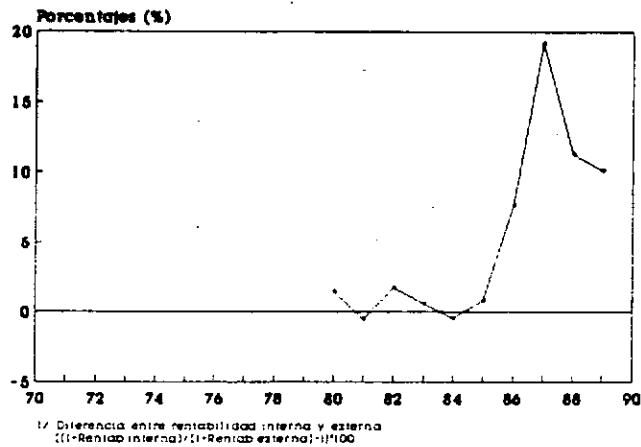
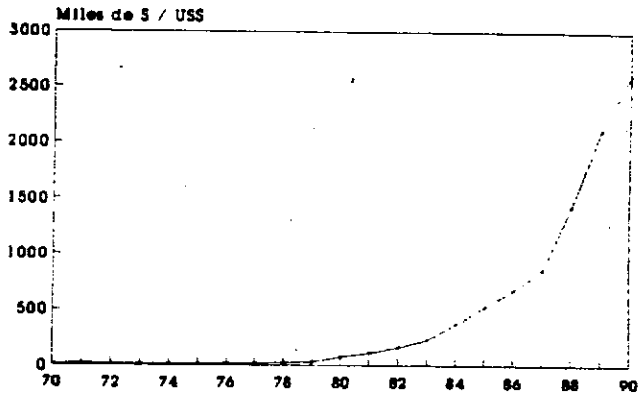


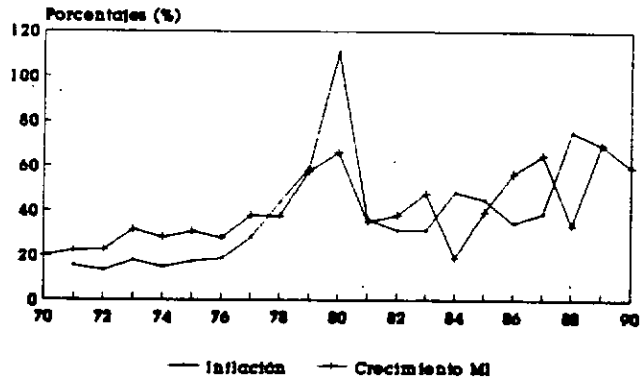
Gráfico 6. TAIWAN
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES 1/



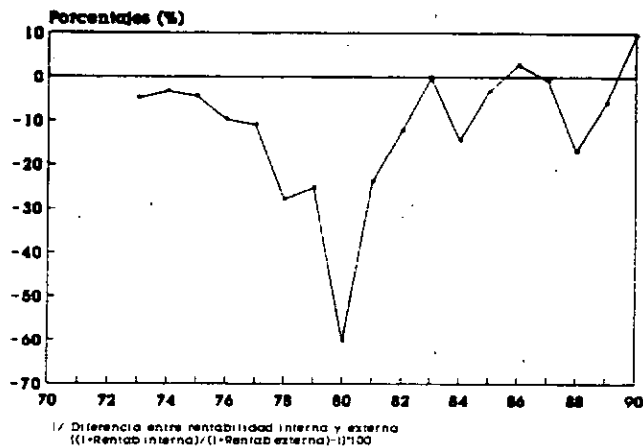
**Gráfico 4. TURQUIA
TASA DE CAMBIO NOMINAL**



**Gráfico 5. TURQUIA
INFLACION Y CRECIMIENTO DE MI**



**Gráfico 6. TURQUIA
DIFERENCIAL DE RENTABILIDADES I/**



coyuntural o específico de los períodos cortos de gran acumulación de reservas. Esta tendencia estable y secular del tipo de cambio real a revaluarse, sin que se presenten síntomas de grave desajuste en la balanza de pagos, es un indicio de que en estas economías la productividad de los factores y/o sus términos de intercambio ^{3/} han venido evolucionando en forma favorable y continua, permitiendo que la devaluación y la inflación domésticas se mantengan bajas al tiempo que continúa el dinamismo exportador.

Panorama bastante diferente es el del resto de países analizados, donde la tasa de cambio nominal no ha podido ajustarse hacia abajo y por el contrario ha sufrido fuertes devaluaciones a lo largo de la década de los años ochenta, en tanto que la tasa de cambio real exhibe pronunciados vaivenes al mismo ritmo de la inestabilidad en las condiciones inflacionarias y de balanza de pagos (la inestabilidad ha sido menos fuerte en Turquía y Colombia que en México y Chile). El desajuste interno entre el ahorro y la inversión (siendo el primero bastante escaso e inestable), los menores avances relativos en productividad, los errores y continuo pare y siga en las políticas de estabilización y de desarrollo, así como la mayor vulnerabilidad a shocks externos por su condición de ser economías primario-exportadoras, son algunos de los factores que explican la erraticidad de la tasa de cambio real en estos países (particularmente los latinoamericanos).

En este sentido, es ilustrativa también la experiencia de países del sudeste asiático como Indonesia, Tailandia y Malasia (ver gráficos al final del Anexo) los cuales, teniendo características estructurales de la economía más parecidas a las de Turquía, Chile, México y Colombia (tamaño, abundancia de recursos naturales, etc.), han logrado tasas de cambio reales y condiciones macroeconómicas internas más estables que en Latinoamérica. En estos países, no se produjo una entrada de capitales masiva a finales de los setenta y comienzos de los ochenta, de tal manera que, pese a tener menores controles cambiarios y tasas de cambio nominales más flexibles que en latinamércica en esos años, no se revaluó tanto el tipo de cambio real y la cuenta corriente externa se fortaleció mucho más, evitándose la necesidad de devaluar posteriormente.

Aspectos institucionales del manejo cambiario

^{3/} Es decir, los precios en dólares de las exportaciones relativos a los de las importaciones.

Las diferencias en los procesos de ajuste mencionadas anteriormente no son independientes del manejo institucional que se ha dado al tipo de cambio. En general, siguiendo la tendencia mundial en este campo, todos los regímenes han evolucionado hacia sistemas cambiarios más flexibles, aunque lo han hecho a ritmos diferentes.

Así por ejemplo, los países asiáticos, en especial Singapur, comenzaron a adoptar sistemas más flexibles con anterioridad a los demás países, predominando el tipo de cambio flexible administrado durante la década de los ochenta. Adicionalmente, los sistemas cambiarios de los países asiáticos contemplados en este estudio han sido mucho más estables que en las demás economías, mostrando mayor gradualidad en los procesos de liberación. Estos últimos ya han avanzado tanto que en 1990, Corea, el país más tímido en materia de reformas cambiarias de este grupo, reemplazó el sistema de flotación controlada por uno flotante en donde las autoridades intervienen sólo cuando la tasa de cambio sobrepasa unos límites fijados previamente. En el caso de Singapur y Taiwan, además, este proceso ha venido acompañado de una significativa liberación del mercado cambiario de capitales (en el primero de estos países ésta se produjo en 1978, luego de un proceso de apertura comercial que comenzó en 1970).

En los demás países, por el contrario, los episodios de revaluación y liberación (tanto comercial como cambiaria) normalmente vienen seguidos de períodos de nueva imposición de controles cambiarios y devaluaciones fuertes, síntoma no sólo de la debilidad de sus ingresos externos y de la mayor vulnerabilidad de sus balanzas de pagos a shocks de tipo real y financiero, sino de errores y falta de flexibilidad en el mismo manejo cambiario (quizás Colombia es el país de este grupo en el que se dió mejor manejo a este problema). No debe olvidarse que las mayores presiones sobre el tipo de cambio son de tipo especulativo y se producen cuando hay **expectativas** de revaluación o devaluación. Así, entre más tiempo se tarde en ajustar la tasa de cambio cuando hay presiones para que ello suceda, más grande tendrá tener que ser el ajuste cambiario en el futuro.

En la mayoría de estos países, además, paralelamente con los sistemas comerciales y cambiarios controlados se han desarrollado importantes mercados negros de contrabando y divisas, los cuales han jugado un papel importante en los procesos de ajuste macroeconómico. En Turquía y Mexico, por ejemplo, los diferenciales entre las tasas de cambio "negras" y oficiales fueron bastante elevados en algunos años, reflejando el tamaño de los desequilibrios cambiarios. En los últimos cinco años, sin embargo,

Cuadro 2

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES DE MERCANCIAS
(%)

	1975-79	1980-84	1987	1988	1989	1990
COLOMBIA	19.7	-4.2	-1.5	1.7	12.9	17.4
COREA	28.2	14.4	36.2	28.4	2.7	4.2
CHILE	15.5	-6.2	24.4	35.0	14.6	2.8
ISRAEL	24.1	2.0	18.8	11.2	7.9	9.8
MEXICO	32.7	11.8	28.8	-0.4	10.7	17.6
SINGAPUR	20.7	11.7	27.5	37.0	13.6	18.1
TAIWAN	25.4	14.0	35.4	12.4	9.4	1.4
TURQUIA	10.2	26.2	36.1	15.6	-1.2	10.6

Fuente: "Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries",
Asian Development Bank.

"International Financial Statistics", FMI.

"Financial Statistics", The Central Bank of China.

Cuadro 3

TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LAS IMPORTACIONES DE MERCANCIAS
(%)

	1975-79	1980-84	1987	1988	1989	1990
COLOMBIA	20.45	-1.53	11.26	19.04	0.95	12.07
COREA	24.87	8.92	29.88	26.31	18.31	13.61
CHILE	21.80	-11.90	28.90	21.00	34.50	8.20
ISRAEL	12.10	-0.40	34.20	3.00	-3.70	17.10
MEXICO	20.30	-12.10	6.90	54.60	23.90	27.30
SINGAPUR	16.77	10.97	27.63	34.72	13.23	22.61
TAIWAN	17.70	9.17	43.63	42.99	5.51	4.50
TURQUIA	7.60	8.30	27.10	1.10	16.70	41.10

Fuente: "Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries",
Asian Development Bank.

"International Financial Statistics", FMI.

"Financial Statistics", The Central Bank of China.

también en estos países se aprecia un patrón claro hacia una mayor flexibilidad cambiaria (en Turquía se libero el mercado en agosto de 1988) combinada con menores controles a la movilidad de capitales, unificando y "legalizando" los mercados paralelos.

En la medida en que la integración financiera entre países se acentúa, es cada vez más evidente para las autoridades el conflicto que se presenta entre los objetivos de estabilidad del tipo de cambio real para garantizar un nivel adecuado de competitividad de las exportaciones, y el de estabilidad monetaria y de precios. Este conflicto es relativamente más fácil de resolver en períodos extremos de hiperinflación o alta inflación, como la que vivió Chile antes de mediados de la década de 1970, Israel a comienzos de los años ochenta, o México en 1987-88, en los cuales es difícil que las autoridades puedan escaparse de la alternativa de tener que usar el tipo de cambio como ancla nominal para rebajar el ritmo de crecimiento de los precios. No obstante, cuando en el corto plazo se producen fuertes presiones inflacionarias debido a una acumulación de reservas causada por una entrada masiva de capitales, y hay dudas respecto a la fortaleza de los rubros de la cuenta corriente en el mediano plazo, el dilema de ajustar o no el tipo de cambio se vuelve un problema realmente serio para las autoridades.

La presencia cada vez más frecuente de este tipo de situaciones ha obligado a muchas economías a realizar significativas reformas estructurales tanto en la forma tradicional de hacer política monetaria y cambiaria, como en la propia estrategia de desarrollo y estímulo exportador. En aras de la estabilidad cambiaria y de precios, como se verá, en países con gran movilidad de capitales de corto plazo se suelen sacrificar metas de crecimiento monetario y se propician rebajas en la tasa de interés interna como mecanismo equilibrador de dichos flujos y de su consecuente presión sobre la tasa de cambio (ilustrativa en este sentido es la experiencia de Alemania durante 1987 ^{4/}).

D. COMPORTAMIENTO DE LA CUENTA CORRIENTE EN LOS PERIODOS DE INCREMENTO EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES

^{4/} Ver al respecto el interesante estudio de Lipstichitz et. al. (1989) The Federal Republic of Germany: adjustments in a surplus country, IMF Occasional Paper No. 64.

TABLA 3.
CUENTA CORRIENTE DURANTE Y DESPUES DE LA ACUMULACION DE RESERVAS

PERIODO	DURANTE	DESPUES
Colombia 1 : 1979-1980	(+) Empeora	(-) Empeora
Colombia 2 : 1986	(+) Mejora	(+) Empeora
Colombia 3 : 1990-1991	(+) Mejora	(+) Empeora
Corea 1: 1976-1977	(+) Mejora	(-) Empeora
Corea 2: 1987-1989	(+) Mejora	(+) Empeora
Chile 1: 1979-1980	(-) Empeora	(-) Empeora
Chile 2: 1990-1991	(-) Empeora	(-) Estable
México 1: 1987	(+) Mejora	(-) Empeora
México 2: 1990	(-) Empeora	(-) Estable
Singapur: 1989-1990	(+) Mejora	(+) Estable
Taiwan : 1986-1987	(+) Mejora	(+) Empeora
Turquía: 1989-1990	(+) Mejora	(+) Empeora

(+) = Balance corriente positivo; (-) Cuenta corriente deficitaria
 Fuente: Anexo A-4.

Como ya se mencionó, salvo en cuatro casos aislados, en la mayoría de los períodos analizados la acumulación de reservas vino acompañada de mayores superávits tanto en la cuenta corriente como en la de capitales. Si el mejoramiento de estas dos cuentas no es contemporáneo (como en los casos de Chile y México 2), de todas maneras parece observarse un patrón claro: después de un boom exportador de bienes y servicios normalmente sigue un período de importante entrada de capitales (esto es particularmente notorio en el caso de Corea, Chile 2, Singapur, Taiwan y Colombia 3) pero no viceversa. Por un lado, una vez los agentes perciben que la cuenta corriente se ha fortalecido, la inversión directa en ese país se vuelve más atractiva para los extranjeros; y por otro, si se adoptan políticas monetarias y crediticias restrictivas para compensar los efectos expansivos del mayor superávit, el incremento de tasas de interés internas resultante estimula la entrada de capitales financieros. Cuando el mejoramiento de la cuenta

corriente se percibe como transitorio (caso de Colombia 2) esto no sucede con igual magnitud.

Por otra parte, como se aprecia claramente en la Tabla 3, prácticamente todos los períodos de gran acumulación de reservas, sobretodo si son originadas en entradas de capital, vienen seguidas de un deterioro en la balanza en cuenta corriente. Este último es más pronunciado entre mayor sea el ajuste del tipo de cambio real, y más vulnerable la balanza en cuenta corriente (casos de Latinoamérica, Turquía, y Tailandia, por ejemplo). En los Cuadros 2 y 3 también se puede observar la pérdida de dinamismo de las exportaciones, y mayor dinámica de importaciones que han experimentado todas las economías después de un período de significativa acumulación de activos externos.

En países como Turquía, Singapur y recientemente, Israel, el boom de reservas ha venido acompañado de un superávit en la balanza de servicios que ha compensado los cuantiosos déficit comerciales estructurales de estos países. Por el contrario, en Chile, México y Colombia, deudores netos, los boom en la cuenta corriente normalmente se asocian a mayores superávit comerciales y transferencias de ingreso de nacionales residentes en el exterior, que compensan significativos déficit en la cuenta de servicios financieros.

Estructura de la cuenta corriente

Las economías analizadas varían enormemente tanto en el grado de apertura de su comercio, como en la estabilidad y composición de éste. La apertura ha sido función no sólo de las reformas en materia comercial (donde Singapur, Taiwan y Chile han sido líderes) sino del tamaño, densidad y disponibilidad de recursos naturales de las mismos países, variando estos tres últimos en forma inversamente proporcional con el grado de apertura. Así, los países más abiertos son, en su orden, Singapur (las exportaciones e importaciones en 1990 representaban el 150% y 166% del PIB, respectivamente), Taiwan (con 42% y 33%, respectivamente) y Corea (con 27% y 27%, en su orden). Los menos abiertos son Colombia y México, donde las exportaciones e importaciones en 1990 alcanzaron apenas el 16% y 12% , y 11% y 12% del PIB, respectivamente (ver Anexo A-2).

En cuanto a estabilidad de los flujos de comercio, como ya se mencionó, ésta es mucho más marcada en los países que adoptaron una

estrategia clara de desarrollo hacia afuera y liderado por las exportaciones (ver Cuadro 2). En éstos países (Corea, Taiwan y Singapur) las ventas externas crecieron a tasas anuales superiores al 10% durante dos décadas, y de igual manera que lo hicieron las importaciones. La composición de las exportaciones de estos países (ver estudios caso), que ha evolucionado gradualmente hacia una estructura donde los bienes manufacturados intensivos en uso de capital y alta tecnología tienen más peso, ha contribuido a garantizar dicha estabilidad.

En primer lugar, a diferencia de las economías primario-exportadoras, estas no están sujetas a tantos shocks en los términos de intercambio. En segundo lugar, han sabido aprovechar sus ventajas comparativas utilizando intensivamente los recursos abundantes en cada momento (primero mano de obra barata, luego capital y luego una moderna infraestructura de servicios de transporte, financieros, y mano de obra altamente calificada), incrementando su productividad hasta llegar a rendimientos decrecientes, para luego desplazarse al uso de otros recursos y sistemas productivos. Finalmente, han llegado a una crear una base exportadora con una estructura de costos tal, que por su alto componente importado es menos vulnerable a las revaluaciones del tipo de cambio que en otros países. Este es otro factor que ha contribuido a que los sectores exportadores en las economías asiáticas con superávit externos hayan podido sobrevivir al proceso de continua revaluación cambiaria de los últimos años.

No obstante, como se aprecia en los Cuadros 2 y 3, en los últimos años ya no se observan las mismas tasas de crecimiento de las exportaciones en los países asiáticos industrializados como los que aquí analizamos. La revaluación mencionada, barreras al comercio impuestas por los países compradores (particularmente Estados Unidos con respecto a Taiwan), así como el incremento sostenido de los salarios reales y los crecientes conflictos laborales, han cambiado desfavorablemente las condiciones para el sostenimiento de un modelo de desarrollo basado en el crecimiento del sector exportador de manufacturas.

Así, desde 1990 se observa en estas economías dos marcadas tendencias : una, de estímulo al crecimiento y exportaciones del sector servicios (asesoría tecnológica, transporte, sistema financiero, etc.), y otra, de reforma estructural y reorientación de la política económica hacia el fomento del mercado interno mediante la expansión de la inversión pública en infraestructura. La producción de manufacturas y bienes de capital con capital nacional se está trasladando a otros países con menores costos

laborales (en especial China Popular y Tailandia), observándose un notable incremento de la inversión directa en el extranjero. Factor último que contrarresta las presiones de acumulación de reservas de la entrada de otro tipo de capitales.

III. INFLACION EQUILIBRIO
MONETARIO Y ACUMULACION DE
RESERVAS

Como se explica en detalle en los estudios de cada país, durante todos los períodos de acumulación de reservas se presentan fuertes presiones sobre la expansión de los medios de pago. El que éstas se manifiesten en mayores tasas de crecimiento del dinero y sobre los precios, depende de la política cambiaria, monetaria y fiscal que acompaña estos procesos, así como del comportamiento de la demanda real de dinero.

TABLA 4. INFLACION EN LOS PERIODOS DE ACUMULACION DE RESERVAS

PERIODO	INFLACION IPC
Colombia 1 : 1979-1980	Aumenta significativamente
Colombia 2 : 1986	Disminuye
Colombia 3 : 1990-1991	Aumenta y se estabiliza
Corea 1: 1976-1977	Aumenta significativamente
Corea 2: 1987-1989	Aumenta significativamente
Chile 1: 1979-1980	Estable
Chile 2: 1990-1991	Aumenta signif. y se estabiliza
México 1: 1987	Aumenta significativamente
México 2: 1990	Aumenta ligeramente
Singapur: 1989-1990	Aumenta
Taiwan : 1986-1987	Estable, con tendencia a aumentar
Turquía: 1989-1990	Estable

Fuente: Anexo A-4.

TABLA 5. VARIABLES MONETARIAS Y ACUMULACION DE RESERVAS

	PERIODO	INCREMENTO M1	TASAS INTERES NOMINAL	INTERES REAL
Colombia 1 :	1979-1980	Estable	Estables	Disminuyen
Colombia 2 :	1986	Cae	Caen	Caen
Colombia 3 :	1990-1991	Crece	Crecen sig.	Crecen sig.
Corea 1:	1976-1977	Crece sig.	Crecen	Crecen
Corea 2:	1987-1989	Crece sig.	Estables	Disminuyen
Chile 1:	1979-1980	Crece sig.	Crecen sig.	Crecen sig.
Chile 2:	1990-1991	Decrece	Crecen sig.	Crecen sig.
México 1:	1987	Crece sig.	Crecen sig.	Decrece sig.
México 2:	1990	Crece sig.	Estable	Decrece
Singapur:	1989-1990	Crece	Crece lig.	Decrece
Taiwan :	1986-1987	Cae sig.	Decrece	Decrece
Turquía:	1989-1990	Crece sig.	Estables	Decrece

Fuente: Anexos A-5 y A-6

Como se aprecia en la Tabla 4, en casi todos los países la tasa de inflación aumenta durante el período de acumulación de reservas, con excepción de Chile 1, Colombia 2, Turquía y Taiwan. En el primero de estos casos excepcionales, las razones básicas fueron el manejo cambiario adoptado, en el que la tasa de cambio nominal se mantuvo prácticamente fija, y la restricción fiscal vivida durante ese período. Si bien la oferta monetaria creció significativamente en esa ocasión (ver Cuadro 4 y Tabla 5), no se produjo un desequilibrio importante en el mercado monetario ya que la demanda por dinero aumentó considerablemente (en parte, debido a las altas tasas de crecimiento del PIB real en la economía chilena en ese momento). En Colombia-2, el resultado puede explicarse por la restricción monetaria y el haber podido congelar exitosamente los mayores recursos generados por la bonanza cafetera en un fondo de estabilización.

El caso de Taiwan es notable, ya que los medios de pago crecieron a una tasa muy elevada, la cual llegó a superar el 50% anual en 1986, en tanto que la inflación se mantuvo en niveles incluso

Cuadro 4

VARIABLES MONETARIAS
M1: Tasa de crecimiento y Participación en el PIB

	1986		1987		1988		1989		1990	
	Tasa Crec. M1	M1/ PIB	Tasa Crec. M1	M1/ PIB	Tasa Crec. M1	M1/ PIB	Tasa Crec. M1	M1/ PIB	Tasa Crec. M1	M1/ PIB
COLOMBIA	22.8	11.6	32.9	11.9	25.8	11.3	29.1	11.2	25.8	10.4
COREA	16.6	9.4	14.7	9.3	20.2	9.5	17.9	10.1	11.0	9.4
CHILE	48.0	7.6	17.9	7.0	46.5	7.9	25.4	9.0	12.3	7.8
ISRAEL	112.9	5.1	49.5	6.0	11.3	5.6	44.1	6.3	30.9	6.8
MEXICO	67.2	7.3	118.1	6.5	67.8	5.4	37.4	5.9	62.9	7.1
SINGAPUR	11.8	25.4	12.3	25.9	8.4	24.1	14.9	24.4	11.0	24.3
TAIWAN	51.4	39.9	37.8	48.7	24.4	55.8	6.1	53.3	-6.6	45.5
TURQUIA	56.6	13.8	64.9	15.4	33.4	11.9	69.8	12.1	59.7	11.6

Fuente: "International Financial Statistics", FMI.
"Financial Statistics", The Central Bank of China.

inferiores al 1% durante ese período. Los significativos superávit fiscales generados en esa etapa, pero sobretodo, la elevadísima elasticidad-ingreso de la demanda por dinero en Taiwan (que supera el 1.5), explican que en este período de notable expansión económica no se hayan producido desequilibrios monetarios considerables. En efecto, como se aprecia en el Cuadro 4, la relación M1/PIB en este país es la más elevada entre los países analizados, seguido por Singapur, donde ocurre un fenómeno similar en el mercado monetario, aunque menos marcado. Aunque la tasa de interés nominal se redujo fuertemente en 1987, dada la revaluación nominal del período 1986-87, la rentabilidad "ex-post" de la tenencia de activos financieros taiwaneses se elevó frente a la de activos externos (ver Gráfico 3 respectivo). Ello estimuló la entrada de capitales al punto que, como ya se mencionó, el balance de la cuenta de capital de la balanza de pagos pasó de -4.2% del PIB en 1985 a 6.9% y 8.5% en los dos años siguientes, respectivamente.

En general, en todos los países se observa una tendencia generalizada al uso más intensivo de instrumentos "indirectos" de control monetario tales como las operaciones de mercado abierto, y el menor uso relativo de encajes e inversiones forzosas. A medida que los mercados cambiarios y financieros se han vuelto más flexibles, la tasa de interés y la tasa de cambio han empezado a reemplazar a las metas de crecimiento monetario como objetivos intermedios de política para controlar la demanda agregada y la inflación. Con la creciente integración financiera, además, la tasa de interés doméstica (y por ende, el crecimiento monetario) ha tendido a volverse una variable estrechamente dependiente de lo que sucede en los mercados financieros internacionales y la evolución del tipo de cambio. En los países en los cuales este último sigue muy controlado o determinado por las autoridades para mantener la estabilidad cambiaria, los medios de pago se han vuelto casi totalmente endógenos y dependientes del movimiento de las tasas de interés externas y de las expectativas cambiarias.

En los períodos de acumulación de reservas tipo B, como los de Chile-2 y Colombia-3, se observa un notable incremento de las tasas de interés domésticas nominales y reales, movimiento contrario al esperado dada la naturaleza del manejo cambiario en estos países y la naturaleza de la entrada de divisas. La política monetaria ha jugado un papel importante en este proceso, induciendo una mayor entrada de capitales al país y reforzando las presiones sobre el tipo de cambio al adoptar políticas monetarias restrictivas. Lo contrario ha sucedido en Taiwan y en menor medida, en México-2.

IV. EQUILIBRIO AHORRO-INVERSION

El Gráfico 7 de cada país permite apreciar claramente la evolución de la tasa de ahorro y de inversión de cada economía. Nuevamente, se observa una clara diferencia entre la experiencia asiática y la de los demás países. Por un lado, durante el período estudiado la participación del ahorro en el PIB fue sustancialmente mayor en los países asiáticos (superando con creces el mayor nivel alcanzado en Colombia, 23%), siendo Singapur el país que registró la mayor tasa a mediados de la década de los ochenta (superior al 40%). El mayor volumen de ahorro, naturalmente, dio un margen macroeconómico para una tasa de inversión más elevada; sin embargo, ésta disminuyó significativamente en Taiwan y Singapur durante el período de significativos superávits comerciales, lo cual ha sido motivo de preocupación por parte de las autoridades. De allí que en 1990 y 1991 los gobiernos respectivos hayan lanzado programas agresivos de inversión pública.

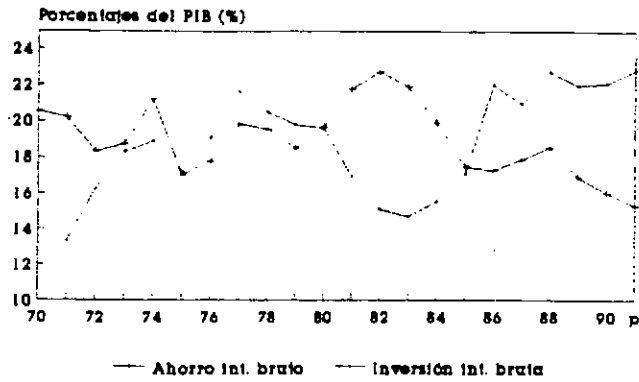
Por otra parte, las dos tasas mencionadas han tenido un comportamiento mucho más inestable en los países latinoamericanos y Turquía, siguiendo las fuertes fluctuaciones del ritmo de la actividad económica y de la balanza de pagos. No obstante, desde mediados de la década de 1980, en estos últimos países se observa una notable recuperación en la tasa de ahorro (salvo en México), siendo el caso chileno el más impresionante en este sentido. Además del mayor ritmo de crecimiento, las reformas en el campo fiscal y del sistema de seguridad social han jugado un papel crucial en la explicación de este fenómeno (ver capítulo sobre Chile).

COMPORTAMIENTO DEL AHORRO PUBLICO

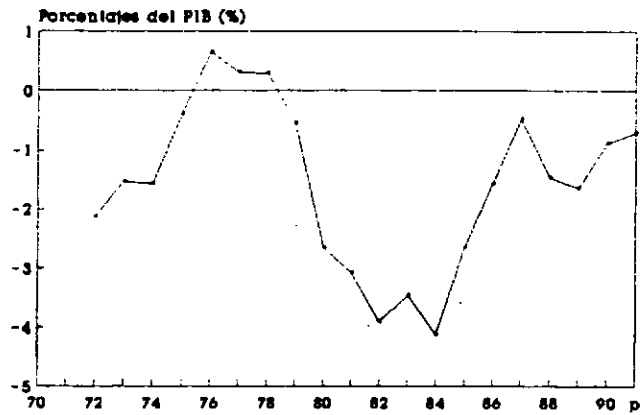
En la Tabla 6 se señala la evolución del déficit fiscal durante los períodos de acumulación de reservas. Salvo en los casos de Colombia-1, México-1, Chile-2 y Turquía, se aprecia un comportamiento contraccionista de las finanzas públicas, más marcado en los casos de Corea-2 y México-2, donde el déficit desaparece y se torna superavitario.

En general, en los países asiáticos, el déficit fiscal fue sustancialmente menor que en los demás países, a todo lo largo del período analizado (ver gráfico correspondiente), comportamiento consistente con la generación de superávits corrientes. En la medida

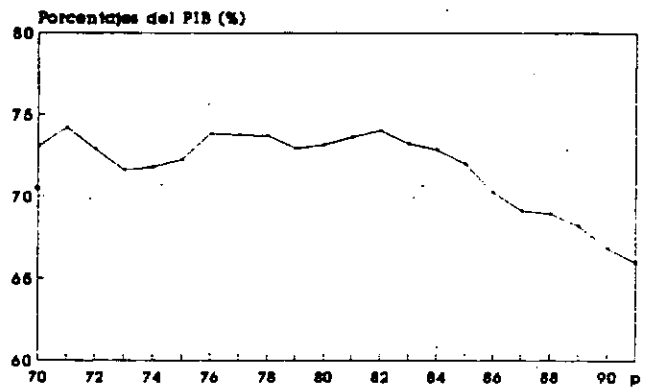
**Gráfico 7. COLOMBIA
AHORRO E INVERSION**



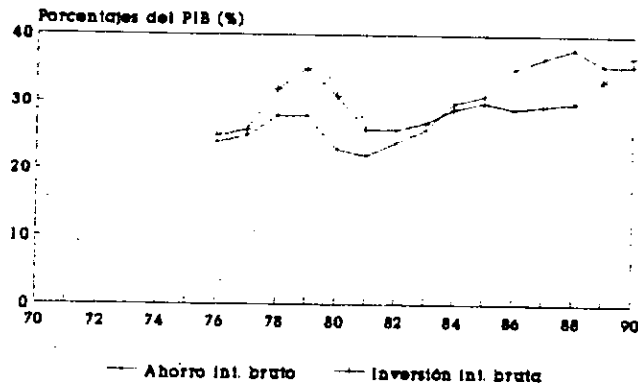
**Gráfico 8. COLOMBIA
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



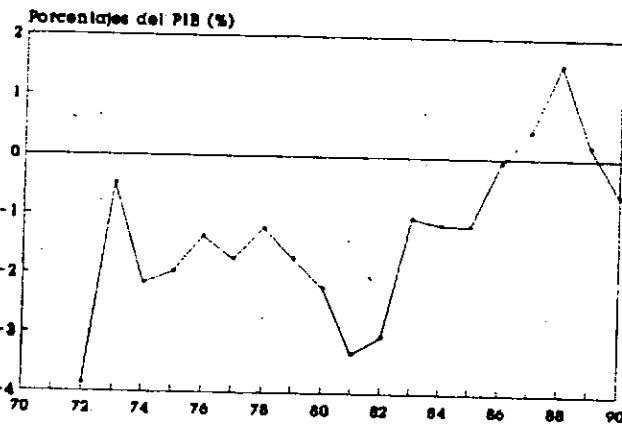
**Gráfico 9. COLOMBIA
CONSUMO PRIVADO**



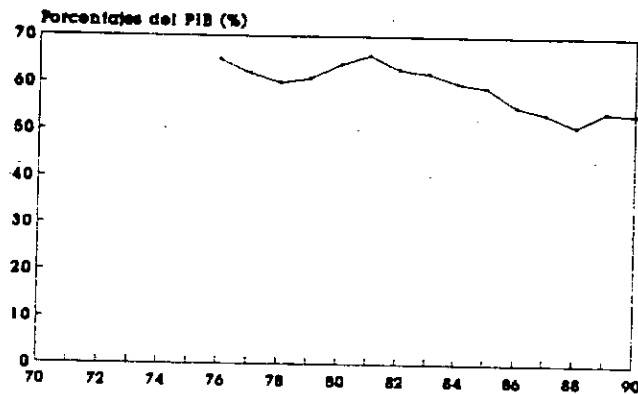
**Gráfico 7. COREA
AHORRO E INVERSION**



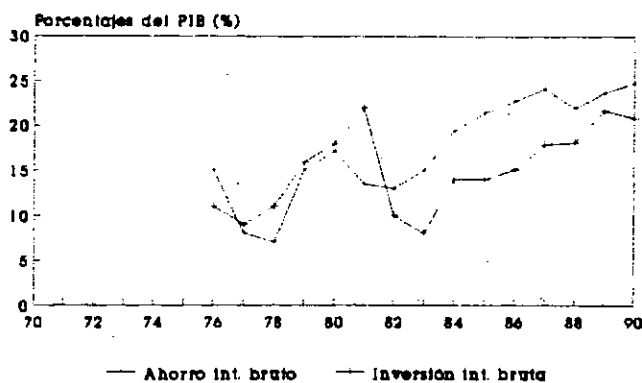
**Gráfico 8. COREA
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



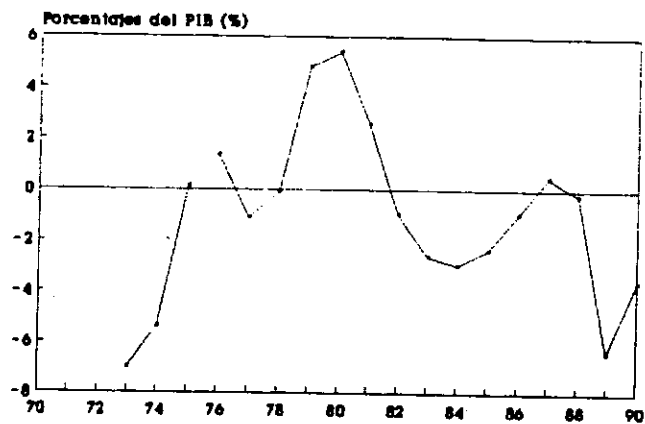
**Gráfico 9. COREA
CONSUMO PRIVADO**



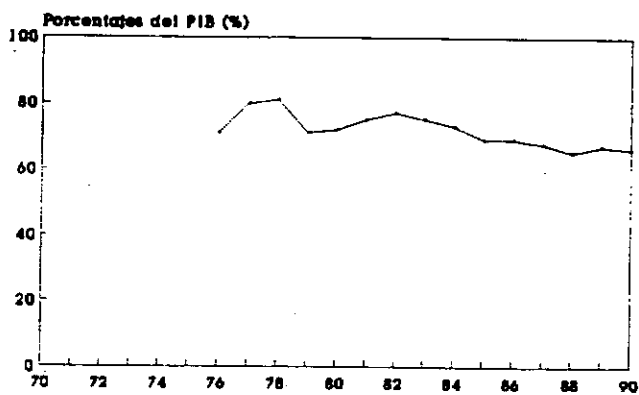
**Gráfico 7. CHILE
AHORRO E INVERSION**



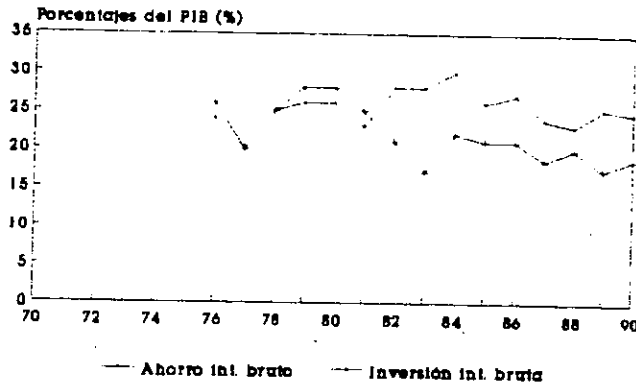
**Gráfico 8. CHILE
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



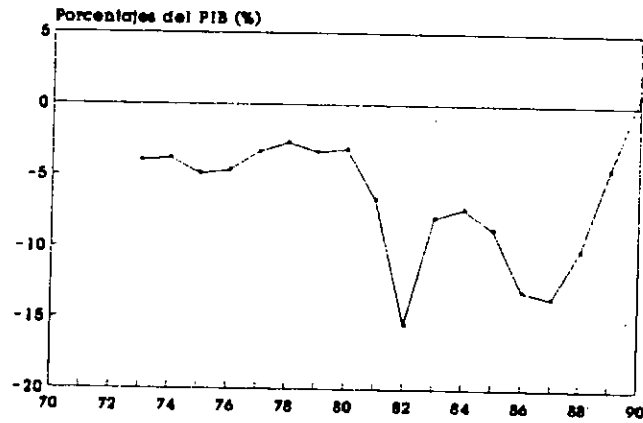
**Gráfico 9. CHILE
CONSUMO PRIVADO**



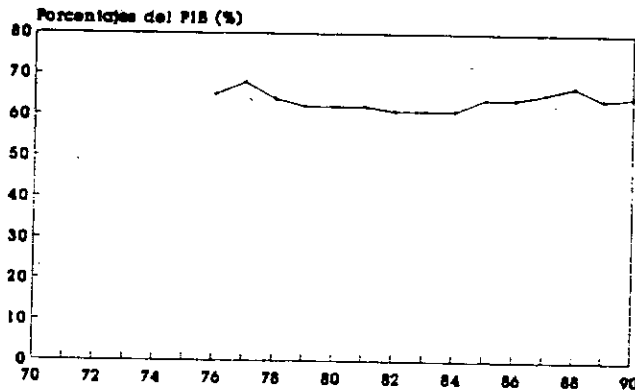
**Gráfico 7. MEXICO
AHORRO E INVERSION**



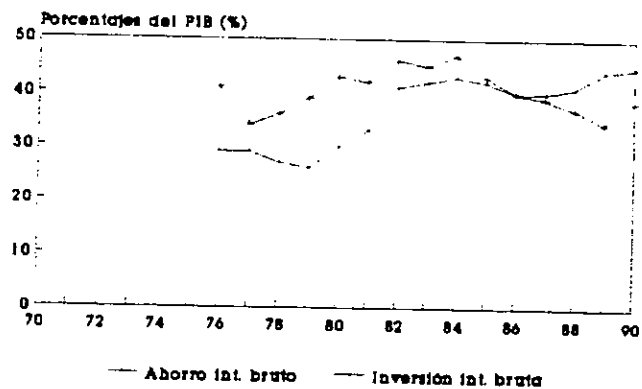
**Gráfico 8. MEXICO
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



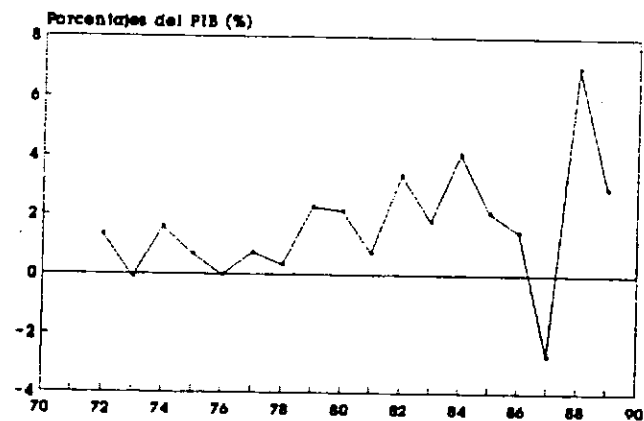
**Gráfico 9. MEXICO
CONSUMO PRIVADO**



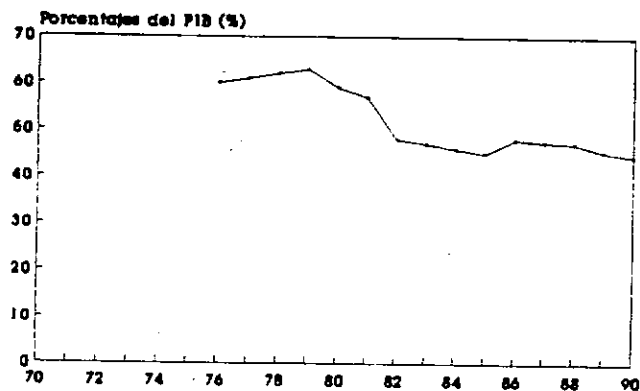
**Gráfico 7. SINGAPUR
AHORRO E INVERSION**



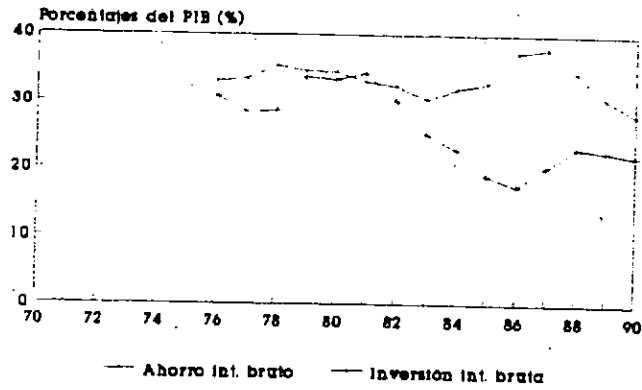
**Gráfico 8. SINGAPUR
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



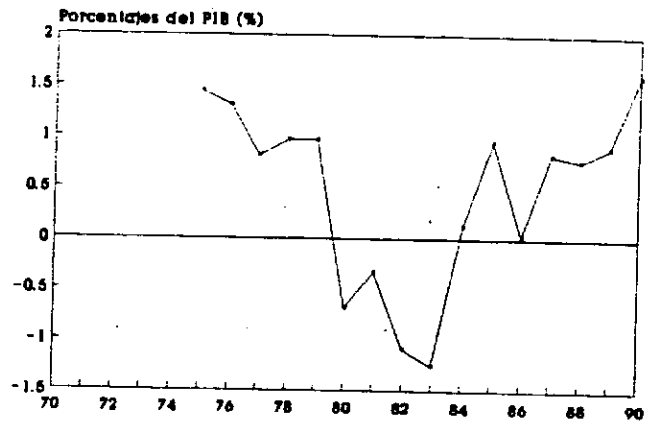
**Gráfico 9. SINGAPUR
CONSUMO PRIVADO**



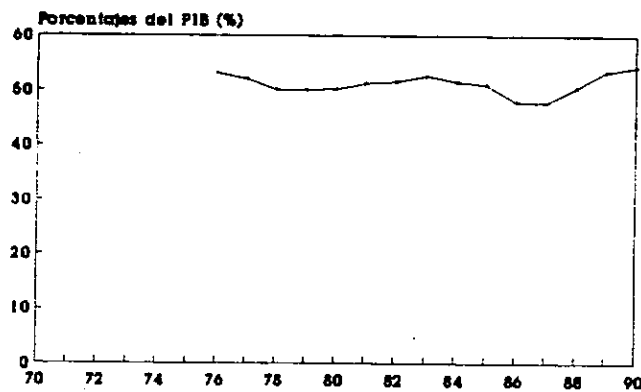
**Gráfico 7. TAIWAN
AHORRO E INVERSION**



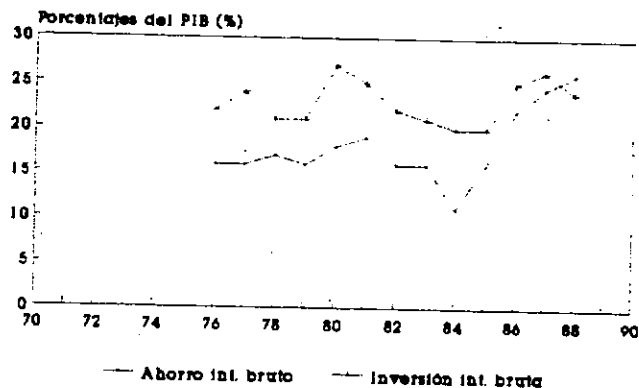
**Gráfico 8. TAIWAN
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



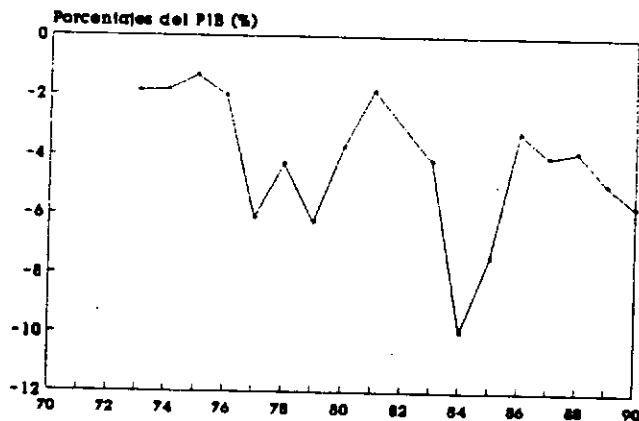
**Gráfico 9. TAIWAN
CONSUMO PRIVADO**



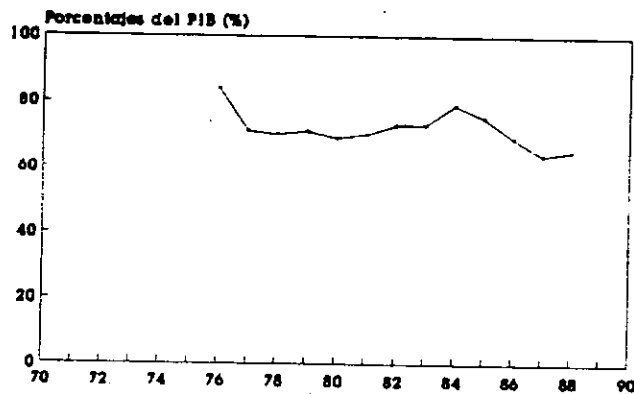
**Gráfico 7. TURQUIA
AHORRO E INVERSION**



**Gráfico 8. TURQUIA
SUPERAVIT/DEFICIT GOBIERNO CENTRAL**



**Gráfico 9. TURQUIA
CONSUMO PRIVADO**



en que se prevé que estos últimos no van a ser tan grandes como los observados a mediados de la década de los ochenta, el gasto público ha tendido a aumentar como proporción del PIB en éstos países.

De la observación de los Cuadros 6 de cada país, se deduce que en general, los ingresos de los gobiernos de cada país han pasado a depender menos de la tributación proveniente de la actividad comercial con el exterior y más de impuestos indirectos sobre la actividad interna (en algunos casos, los impuestos directos han pasado a ser la principal fuente de recaudo). También se resalta el hecho de que Colombia tiene uno de los índices más bajos de profundización tributaria.

TABLA 6. DEFICIT FISCAL Y ACUMULACION DE RESERVAS

PERIODO	DEFICIT FISCAL
Colombia 1 : 1979-1980	Aumenta
Colombia 2 : 1986	Disminuye ligeramente
Colombia 3 : 1990-1991	Disminuye
Corea 1: 1976-1977	Estable
Corea 2: 1987-1989	Se vuelve superávit
Chile 1: 1979-1980	Disminuye significativamente
Chile 2: 1990-1991	Aumenta significativamente
México 1: 1987	Aumenta y es grande
México 2: 1990	Se vuelve superávit
Singapur: 1989-1990	Estable (superávit)
Taiwan : 1986-1987	Estable (superávit)
Turquía: 1989-1990	Aumenta

Fuente: Anexo A-7.

Cuadro 6. COLOMBIA
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(Porcentaje del PIB)

	1980	1989	1990
Tributarios	8.4	10.6	10.3
1. Renta y complementarios 1/	3.2	3.9	4.0
2. IVA sobre bienes internos	1.1	2.0	1.9
3. Ad valorem gasolina y ACPM	0.6	0.7	0.7
4. IVA sobre bienes importados	0.9	1.1	1.0
5. Aduanas y recargos	1.4	1.1	0.9
6. CIF importaciones	0.1	1.4	1.4

1/ Incluye remesas, recargos al predial y de registro y anotación, y otros.

2/ 1980: reconocimientos.

1989-1990: recaudos.

Fuente: Contraloría General de la República.
Informe financiero.

Cuadro 6. COREA
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

Porcentajes del PIB	1980	1989
INGRESOS TRIBUTARIOS	17.71	15.74
1. RENTA NETA, UTILIDADES, GANANCIAS DE CAPITAL	3.95	6.23
Personas Físicas	2.01	3.16
Renta Global	1.74	
Renta		2.50
Compañías, Sociedades de Capital, Empresas	1.94	3.07
Otros Cia., Soc. de Capit. o Esp.	1.27	2.18
2. CONTRIBUCIONES AL SEGURO SOCIAL	0.19	0.78
Empleados		0.24
De los cuales: Fondos Seg. Soc.		0.24
Empleadores	0.19	0.54
De los cuales: Fondos Seg. Soc.		0.25
3. NOMINA, FUERZA TRABAJO A EMPLEADORES		
4. A LA PROPIEDAD	0.10	0.48
Herencias y Legados	0.03	0.12
Transacciones Financieras	0.01	0.29
No Permanentes	0.06	0.06
5. BIENES Y SERVICIOS	8.13	5.80
Generales, Ventas, CIF, Valor Agregado	3.87	3.70
Valor Agregado	3.87	3.70
Selectivo-Productos +Consumo Bienes	2.70	1.87
A los licores	0.78	0.63
Especial bienes	1.53	0.88
Ganancias de monopolios fiscales	1.34	0.01
Ganancias monopólicas	1.34	0.01
Selectivo. sobre Servicios	0.22	0.22
6. COMERCIO-TRANSACCIONES INTERNACIONALES	2.67	1.95
Derechos de Importación	2.67	1.95
Derechos de Aduana	2.67	1.95
Aduanas y Recargos	2.00	0.42
7. OTROS IMPUESTOS	0.47	0.50
Timbres	0.09	0.11
Otros No Clasificados	0.38	0.39

Fuente: (FBI), Government Finance Statistics.
(FBI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. CHILE
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

Porcentajes del PIB	1980	1988
INGRESOS TRIBUTARIOS	25.61	21.53
1. RENTA NETA, UTILIDADES, GANANCIAS DE CAPITAL	5.64	6.60
Personas Físicas	2.62	1.03
Compañías, Sociedades de Capital, Empresas	2.38	5.56
Otros-Renta no Distribuidos	0.14	-
2. CONTRIBUCIONES AL SEGURO SOCIAL	5.55	1.70
De los cuales: Fondos Seg. Soc.	5.54	1.68
3. NOMINA, FUERZA TRABAJO A EMPLEADORES	-	-
4. A LA PROPIEDAD	0.17	0.12
Permanentes sobre Bienes Raíces	0.05	0.10
Herencias y Legados	0.04	0.01
Transacciones Financieras	0.08	-
Transferencias de Propiedad	0.08	-
No Permanentes	-	-
5. BIENES Y SERVICIOS	11.47	10.51
Generales, Ventas, CIF, Valor Agregado	10.19	8.21
Selectivo-Productos +Consumo Bienes	1.26	2.26
Selectivo sobre Servicios	0.01	-
Uso Bienes, Propiedades	-	0.03
Licencias Comerciales, Profesionales	-	0.03
Vehículos Automotores	-	-
6. COMERCIO-TRANSACCIONES INTERNACIONALES	1.39	2.78
Derechos de Importación	1.39	2.39
Derechos de Aduana	1.39	2.39
Cambios	-	-
Otros Comercio-Transacciones Internacional	-	0.39
7. OTROS IMPUESTOS	1.66	1.50
Timbres	1.37	1.19
Otros No Clasificados	0.29	0.31

Fuente: (FMI), Government Finance Statistics.
(FMI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. MEXICO
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

Porcentajes del PIB	1980	1989p
INGRESOS TRIBUTARIOS	14.96	13.46
1. RENTA NETA, UTILIDADES, GANANCIAS DE CAPITAL	5.78	5.25
Personas Físicas	2.41	2.02
Productos del Trabajo	1.85	1.40
Rendimientos del Capital	0.48	
Al Ingreso Global	0.08	
Compañías, Sociedades de Capital, Empresas	3.34	3.22
A los Causantes Mayores	2.59	2.72
A los Causantes Menores	0.06	
A Empresas Constructoras	0.17	
Arrendamiento, Primas, Regalías, Intere	0.46	
Otros	0.06	
Otros-Renta no Distribuidos	0.03	0.02
Loterías, Rifas, Sorteos, Juegos	0.03	
Diversos		
2. CONTRIBUCIONES AL SEGURO SOCIAL	2.21	1.55
De los cuales: Fondos Seg. Soc.	2.21	1.55
3. NOMINA, FUERZA TRABAJO A EMPLEADORES	0.14	0.12
Erogaciones al Trabajo Personal	0.14	
4. A LA PROPIEDAD	0.05	0.00
No Permanentes	0.05	0.00
5. BIENES Y SERVICIOS	4.60	3.32
Generales, Ventas, CIF, Valor Agregado	-	3.30
Al Valor Agregado	2.50	3.30
Selectivo-Productos +Consumo Bienes	1.20	2.25
Compra-Venta Aguas Envasadas	0.12	
Alcohol, Aguardiente, Mielles Incrist.	0.16	
Azúcar	0.03	
Ensamble de Autos y Camiones	0.05	
Cerveza	0.12	
Petróleo y sus Derivados	-	
Tabacos labrados	0.17	
Energía eléctrica	0.06	
Venta de Gasolina	0.40	1.48
Petroquímica	0.09	
Selectivo sobre Servicios	0.17	0.21
Teléfonos	0.14	
Primas de Seguros	0.03	

Fuente: (FMI), Government Finance Statistics.
(FMI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. MEXICO
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

(Continuación)

Porcentajes del PIB	1980	1989p
Uso Bienes, Propiedades	0.10	0.07
Licencias Comerciales, Profesionales	0.03	-
Inspección, Vigilancia y Verificació	0.02	-
Certific, Reg, Aut. Sanit. Bienes y Serv	0.00	-
Vehiculos Automotores	0.07	0.07
Registros Federales de Vehiculos	0.01	-
Expedición de Placas para Vehiculos	-	-
Tenencia y Uso de Automóviles	0.06	-
Otros	-	-
Otros-Bienes y Servicios	-	2.49
Hidrocarburos	-	2.49
Exploración Otros Recursos Naturales	0.55	-
6. COMERCIO-TRANSACCIONES INTERNACIONALES	4.32	1.17
Derechos de Importación	1.13	1.17
Derechos de Aduana	1.10	1.17
Otros Cargos Importación	0.03	-
Derechos de Exportación	3.19	0.00
Otros Comercio-Transacciones Internacional	-	-
Migración	-	-
7. OTROS IMPUESTOS	0.45	0.00
Otros No Clasificados	0.45	0.00

Fuente: (FBI), Government Finance Statistics.
(FBI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. SINGAPUR
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

Porcentajes del PIB	1980	1988
INGRESOS TRIBUTARIOS	17.52	15.13
1. RENTA NETA, UTILIDADES, GANANCIAS DE CAPITAL	8.24	5.83
2. CONTRIBUCIONES AL SEGURO SOCIAL	-	-
3. NOMINA, FUERZA TRABAJO A EMPLEADORES	0.45	0.50
4. A LA PROPIEDAD	2.34	1.79
Permanentes sobre Bienes Raíces	2.22	1.76
Predial	1.46	0.90
De las Autoridades Estatutarias	0.76	0.51
Herencias y Legados	0.12	0.03
Otros Permanentes sobre Propiedad	-	-
5. BIENES Y SERVICIOS	4.91	5.43
Selectivo-Productos +Consumo Bienes	1.43	1.09
Tabaco	0.12	
Licores	0.24	
Derivados del Petróleo	0.57	0.71
Azúcar	0.07	
Otros	0.02	
Utilidades Públicas	0.27	
Teléfono	0.13	
Selectivo sobre Servicios	0.44	0.87
Derechos de entretenimiento	0.13	
Derechos sobre películas de cine	0.02	
Juegos y Apuestas	0.18	
Turismo	0.12	
Uso Bienes, Propiedades	2.14	3.47
Licencias Comerciales, Profesionales	0.04	0.09
Vehículos Automotores	2.10	3.38
6. COMERCIO-TRANSACCIONES INTERNACIONALES	1.74	0.76
Derechos de Importación	1.74	0.76
Derechos de Aduana	1.74	0.69
Licores	0.40	
Derivados del Petróleo	0.11	
Azúcar, etc.	0.02	
Tabaco	0.49	
Otros cargos de aduana	0.72	
Otros cargos de importación		0.08
7. OTROS IMPUESTOS	0.74	0.81
Timbres	0.74	0.81

Fuente: (FMI), Government Finance Statistics.
(FMI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. TAIWAN
ESTRUCTURA DE INGRESOS TRIBUTARIOS (porcentajes)

	1951-60	1961-70	1971-80	1981-85	1986
IMPUESTOS DIRECTOS	26.1	22.5	29.4	38.0	38.9
Convencionales (1)	13.6	10.7	6.7	4.8	5.5
Modernos (2)	12.5	11.8	22.7	33.2	33.4
IMPUESTOS INDIRECTOS	73.9	77.5	70.6	62.0	61.1
Comercio Exterior (3)	24.9	25.3	28.6	20.4	22.9
Domesticos (4)	49.4	52.2	42.1	41.6	38.2
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: J. Shea, J. Lee & W. Mao, "Monetary and Fiscal Policies for Economic Development", Table 8, pg. 216, en: Conference on Economic Development in the Republic of China on Taiwan, Chung-hua Institution for Economic Research, July, 1987.

- (1) Incluye los impuestos a la vivienda, minería, agricultura y tierra.
- (2) Incluye los impuestos de renta, predial, valorización y a las transacciones financieras.
- (3) Incluye los impuestos de aduanas y puertos.
- (4) Incluye los impuestos de bienes y servicios, licencias, negocios y ganancias monopólicas.

Cuadro 6. TURQUÍA
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

Porcentajes del PIB	1980	1989
<hr/>		
INGRESOS TRIBUTARIOS	17.33	14.19
1. RENTA NETA, UTILIDADES, GANANCIAS DE CAPITAL	10.71	6.89
Personas Físicas	8.96	4.78
Compañías, Sociedades de Capital, Empresas	0.85	2.11
Otros no clasificados	0.90	-
2. CONTRIBUCIONES AL SEGURO SOCIAL	-	-
3. NOMINA, FUERZA TRABAJO A EMPLEADORES	-	-
4. A LA PROPIEDAD	0.36	0.03
Permanentes sobre Bienes Raíces	0.04	-
Predial	0.04	-
Herencias y Legados	0.05	0.03
Transacciones Financieras	0.27	-
Compra de Bienes Raíces	0.27	-
Otros Permanentes sobre Propiedades	-	0.01
5. BIENES Y SERVICIOS	4.30	5.57
Generales, Ventas, CIF, Valor Agregado	0.51	4.16
Al Valor Agregado	-	-
Ventas	0.12	-
Al Productor sobre Bienes Importados	0.39	-
Selectivo-Productos +Consumo Bienes	1.81	0.41
Producción doméstica	1.69	-
Producción de petróleo	0.03	-
Consumo de azúcar	0.02	-
Compra de Vehículos Automotores	0.07	-
Ganancias de monopolios fiscales	0.67	-
Producción Bienes Monopolicos	0.67	-
Selectivo sobre Servicios	1.09	0.53
Impuest individual (Pool tax)	-	-
Transacciones Bancarias y Seguros	0.99	0.37
Servicio de comunicaciones	0.05	-
Transporte	0.03	-
Construcción de vivienda	0.01	-
Uso Bienes, Propiedades	0.22	0.46
Vehículos Automotores	0.07	0.12
Otros-Uso de bienes	0.15	0.34
Licencias	0.15	-

Fuente: (FMI), Government Finance Statistics.
(FMI), International Financial Statistics.

Cuadro 6. TURQUIA
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL

(Continuación)

Porcentajes del PIB	1980	1989
6. COMERCIO-TRANSACCIONES INTERNACIONALES	1.30	1.15
Derechos de Importación	1.18	1.15
Derechos de Aduana	0.83	0.60
Aduanas y Recargos	0.56	
Derechos de Aduana-Petróleo	0.09	
Al productor-Importaciones de Petról	0.18	
Otros	-	
Otros Cargos de Importación	0.35	0.55
Derecho de timbre bienes importados	0.11	
Tasas portuarias	0.22	
Impuesto único	0.02	
Otros Comercio-Transacciones Internacional	0.12	-
Viaje al Exterior	0.12	
7. OTROS IMPUESTOS	0.65	0.55
Timbres	0.65	0.53
Otros No Clasificados	0.00	0.02

Fuente: (FMI), Government Finance Statistics.

(FMI), International Financial Statistics.

VI. CONCLUSIONES

¿Cómo estabilizar la acumulación de reservas sin generar grandes costos en términos de inflación, balanza de pagos y crecimiento?. Dada la significativa heterogeneidad entre las estructuras económicas e institucionales de cada país, a partir del examen de la experiencia internacional es difícil extraer una respuesta única y precisa a este interrogante, que constituye la preocupación central de este estudio. No obstante no deducir una regla de oro en esta materia, de esta investigación se desprenden una serie de lecciones de política de tipo más general que en nuestra opinión podrían contribuir a perfilar mejor el actual proceso de ajuste y de reestructuración de la economía colombiana.

Estas lecciones son de dos tipos. Las primeras se refieren a los problemas de estabilización de corto plazo ante una coyuntura de exceso de oferta de divisas. Las segundas tienen que ver con el desarrollo de largo plazo de la economía, y los retos y dificultades que, a la luz de la experiencia de los países analizados, deberá enfrentar el modelo de apertura adoptado recientemente en Colombia.

LECCIONES PARA EL AJUSTE DE CORTO PLAZO

1. Tamaño de la acumulación de reservas: En 1991, Colombia incrementará el acervo de los activos externos en poder del Banco de la República en US\$ 2000 millones aproximadamente. Esta magnitud, sustancialmente inferior a la acumulada en algunos años por países como Taiwan en 1987 (US\$ 30000 millones), o Corea en 1988 (US\$ 6800 millones), en términos relativos a los egresos de la cuenta corriente de 1991 es superior a la observada en la mayoría de los países analizados. Así, la actual coyuntura colombiana se puede caracterizar como una de excepcional incremento en las reservas internacionales incluso dentro del contexto internacional.

2. Naturaleza de la acumulación de reservas: dentro de los casos analizados, los episodios de mayor acumulación de reservas se caracterizan por una entrada masiva de capitales antecedida por un aumento en el superávit corriente. El influjo de capitales es estimulado por expectativas de revaluación y elevadas tasas de interés domésticas. En la medida en que las economías de éxito exportador han liberado más sus mercados cambiarios y financieros,

la entrada de capitales ha pasado a ser la principal fuente de presiones sobre el tipo de cambio.

3. **Costos económicos de la acumulación :** La intervención de los bancos centrales en el mercado cambiario para estabilizar la tasa de cambio y no deteriorar la posición competitiva de un país es una política que, no obstante sus indudables beneficios para el desarrollo del sector de bienes transables, tiene sus límites y costos macroeconómicos. Si bien no hay consenso respecto al nivel óptimo de reservas, ni a la forma de medir la "tasa de cambio real de equilibrio", de las experiencias analizadas se deduce que cuando las presiones de oferta sobre dicho mercado son muy grandes, no hay manera de estabilizar el efecto de la acumulación de reservas en forma no inflacionaria o excesivamente costosa en términos recesivos.

Si ha ocurrido un cambio estructural (variación en términos de intercambio, una reforma comercial, cambios en las tasas de interés externas, entre otros) que modifica dicha tasa de "equilibrio" hacia abajo, será inevitable la ocurrencia de una revaluación real. Esta puede realizarse a través de una revaluación nominal, si las autoridades deciden ser más flexibles en su manejo cambiario, o a través de un incremento de la inflación. En la mitad de los casos analizados (la mayoría, de países asiáticos), se produjo una revaluación nominal durante los períodos de acumulación con un aumento ligero de la inflación, y en la otra mitad se incrementó sustancialmente la inflación; en todos los casos (con excepción de Colombia en 1986), la tasa de cambio real disminuyó apreciablemente. Por consiguiente, el balance en cuenta corriente se deterioró en los períodos siguientes.

La experiencia parece sugerir que si se quiere mantener la inflación bajo control, es inevitable algún grado de ajuste en la tasa de cambio nominal, con sus consecuencias negativas sobre la competitividad de los bienes transables. Igualmente, bajo condiciones de libre movilidad de capitales, se observa que entre más tiempo tarda en hacerse el ajuste cambiario, mayores son las presiones sobre la caída del tipo de cambio (o mayores los costos inflacionarios de la acumulación de reservas), ya que las expectativas de revaluación acrecientan aún más el superávit de la cuenta de capital. Así, paradójicamente, por no asumir en el corto plazo un costo de cambio en precios relativos, se termina asumiendo uno mucho mayor en el mediano plazo.

4. **Papel de la política de estabilización en reducir los costos:** la política de estabilización adoptada por el país puede jugar un papel crucial en acrecentar o disminuir estos costos. Cuando la acumulación de reservas tiene su origen y causa principal en un mayor superávit corriente, la generación de ahorro real interno y en particular el del gobierno, juegan un papel estabilizador de la inflación clave. En estas circunstancias, debe inducirse una reducción o eliminación de los déficit fiscales, y cambiar así la composición de las fuentes de expansión de la base monetaria (menos crédito primario al gobierno para dar margen al incremento en activos externos)^{5/}. El mismo argumento aplica cuando el "boom" de reservas proviene de inversión extranjera directa.

En lo que a la política monetaria se refiere, las recomendaciones difieren según el grado de apertura e integración financiera, y el nivel de flexibilidad del sistema cambiario. Si hay completa movilidad de capitales y tasas de cambio inflexibles, la oferta monetaria es endógena y serán infructuosos los esfuerzos tendientes a contraer la demanda a través de control de los medios de pago e incrementos de las tasas de interés por encima de su nivel de paridad. Por el contrario, esta política lo único que logrará será crear un desequilibrio de portafolio e inducir una entrada de capitales, agravando las presiones de revaluación. Por esta razón, cuando las reservas están aumentando por superávit en la cuenta de capitales de corto plazo, el equilibrio se logra nuevamente bajando la tasa de interés doméstica y dejando que aumente la liquidez en el sistema.

A este propósito, en el diseño de la política monetaria y su coordinación con la cambiaria es importante tener en cuenta las características de la demanda de dinero en el país. De acuerdo con la teoría, lo que importa en términos de la inflación es que haya un exceso de oferta monetaria, no que los medios de pagos estén creciendo per se. Si éste crecimiento se debe a que la demanda de dinero está aumentando al ritmo de la oferta monetaria, no deberían producirse presiones inflacionarias. Esto explica que en Taiwan y Singapur el dinero crezca más de cinco veces por encima de la inflación sin desestabilizar la economía.

^{5/} Cuando el gobierno es el principal exportador, el superávit corriente genera inmediatamente un superávit (menor déficit) fiscal; en estas circunstancias es clave distinguir entre el déficit fiscal interno y externo, siendo el primero de ellos el que se debe intentar estabilizar.

Finalmente, en materia del manejo de la tasa de cambio es importante que las autoridades puedan hacer un pronto diagnóstico de la naturaleza de la acumulación de reservas y de qué tan permanente o transitorio es el shock al que está sujeta la economía. De esto dependerá el grado de flexibilidad que deba darse a la tasa de cambio; esta debe ser más flexible cuanto más permanente o estructural se considere que es la perturbación que generó el incremento en reservas internacionales.

LECCIONES PARA EL LARGO PLAZO

Uno de los aspectos que más se destaca al comparar la evolución histórica de las variables macroeconómicas de los países del grupo asiático (Corea, Singapur y Taiwan) con las de Turquía y el grupo latinoamericano, es la gradualidad y clara tendencia de largo plazo de las primeras, frente a la inestabilidad de las segundas. No es coincidencia, por lo tanto, que en el primer conjunto de países se hayan registrado tasas de crecimiento real positivas superiores al 8% anual promedio en los últimos quince años, en tanto que en el segundo grupo escasamente se llega al 3%.

Lo anterior se aprecia, en primer lugar, al analizar las fuentes de crecimiento del producto interno y de las exportaciones. Los cambios en la estructura de éstos se producen gradualmente y siguiendo un patrón claro de desarrollo, que va dejando atrás las actividades menos productivas y va introduciendo unas más modernas y competitivas. Esto se produce a través de un largo proceso de más de tres décadas, que culmina en una situación de significativos superávit en cuenta corriente (bien sea explicados por superávit comerciales -como en Taiwan y Corea- o de servicios, como en Singapur), balances del sector público equilibrados o superavitarios, y un elevado nivel de ahorro e ingreso per cápita de la población. Recientemente (desde hace dos años aproximadamente), después de haber consolidado una base exportadora sólida y moderna, estas economías están reorientando su inversión en los sectores tradicionales hacia el exterior, y en el interior están creando las bases para el desarrollo del sector servicios y expansión del mercado interno.

Concomitantemente con este desarrollo, los mercados cambiarios de se fueron flexibilizando gradualmente, comenzando por la liberación de los mercados de bienes y culminando con el de capitales, observándose una devaluación real gradual de sus monedas hasta finales de la década de los setenta, y una revaluación gradual desde mediados de los ochenta. Revaluación última que no sólo no ha

repercutido seriamente sobre el ritmo de actividad productiva sino que incluso ha venido acompañada de mayores tasas de crecimiento económico.

Toda esta experiencia contrasta dramáticamente con la del resto de países analizados, donde en el largo plazo predominó la inestabilidad cambiaria real y del sector externo, el poco crecimiento relativo del ahorro interno y la productividad y la incertidumbre sobre el verdadero patrón de desarrollo.

En la explicación de estas diferencias jugaron factores como los siguientes: a) Las últimas son economías que, dado su tamaño y disponibilidad de recursos naturales, tuvieron un crecimiento más orientado hacia adentro y estuvieron sujetas a más inestabilidad proveniente de shocks reales en los mercados internos y externos de bienes primarios ; b) Dados los modelos de desarrollo adoptados en estas economías, sus sectores productivos se enfrentaron a la competencia en forma muy tardía, inadecuada (a través del contrabando, por ejemplo) o excesivamente abrupta (a través de procesos de liberación repentinos y mal coordinados con las reformas laborales, financieras y cambiarias); c) Además de graves errores en las políticas de estabilización (excesivos déficit fiscales y endeudamiento externo, por ejemplo), el Estado falló en su papel de supervisor de la eficiencia y estabilidad económica general (empezando por la eficiencia de éste mismo en la prestación de servicios), y se excedió en su papel de controlador y regulador de los mercados, incluido el cambiario.

De las consideraciones anteriores, surgen las siguientes recomendaciones de política para el caso colombiano:

1. Política de apoyo estatal al sector de bienes transables : más allá del tipo de cambio subvaluado y los subsidios. Dada la flexibilidad del tipo de cambio y la disciplina fiscal que requiere la estabilidad macroeconómica de corto plazo en cualquier país (máxime en una situación de excesiva acumulación de reservas), y sin la cual no sería posible garantizar un ritmo de crecimiento sostenido ni un plan de desarrollo gradual y coherente, en la actual coyuntura colombiana la discusión de política en torno al apoyo estatal al sector productor de bienes transables debe ir más allá del tema de la tasa de cambio y los subsidios, y enfocarse hacia aspectos estructurales que a nuestro modo de ver son de mayor trascendencia.

La experiencia de los países que lograron con éxito los objetivos de una estrategia de desarrollo "hacia afuera", sin producir desajustes macroeconómicos importantes, muestra que la estabilidad del tipo de cambio real y la existencia de algunos subsidios son condición necesaria para el despegue del sector exportador y de bienes transables en general, pero no son condición suficiente y tiene sus propios límites. Más importante ahora, es preguntarse qué es lo que se requiere para comenzar a consolidar un sector de bienes transables que resista las eventuales variaciones del tipo de cambio real que inevitablemente acompañan a una economía más integrada a los mercados financieros y reales internacionales.

2. Incremento del ahorro : como se vió, no es posible mantener en el largo plazo superávit corrientes en un ambiente de crecimiento equilibrado (sin inflación) sin que haya un importante volumen de ahorro interno para financiarlos. Colombia tiene una de las tasas de tributación y de ahorro más bajas e inestables entre los países analizados (bastante inferior a la de México, país que incluso ha mantenido significativos déficit públicos). Por consiguiente, un punto crucial de la estrategia de cambio estructural en el país es que se creen las condiciones ideales para la generación de dicho ahorro. Aunque éste depende en gran parte de la tasa de crecimiento que se logre, la reestructuración del sector público (que incluye una profunda reforma tributaria) y del sistema de seguridad social (hacia un esquema de capitalización) jugarán un papel fundamental en este proceso.

3. Mecanismos de estabilización de bonanzas de productos primarios: dada la condición de exportador primario, que se reforzará en el futuro con el descubrimiento de nuevos yacimientos petrolíferos, es indispensable que en Colombia se diseñen mecanismos de estabilización, similares al Fondo nacional del Café, que amortiguen los efectos de cambios bruscos en los precios internacionales de los productos mineros, y poder garantizar así tasas de rentabilidad más estables para el resto de sectores transables.

4. Cambios en el rol del Estado como promotor del comercio y la eficiencia.

Para contribuir al aumento de la eficiencia macroeconómica global y dar un apoyo efectivo al sector exportador y de bienes transables en general, el Estado debe reforzar su papel en los siguientes campos, algunos de los cuales están contemplados en el plan de desarrollo del actual gobierno:

A. Información. Como se deduce de la experiencia asiática, el Estado puede y debe jugar un papel crucial como proveedor de información al sector privado, aprovechando enormes economías de escala. Esta información incluye, entre otros aspectos: evolución de precios y estructura de costos (niveles de competitividad) tanto en los sectores competidores a nivel internacional como en los domésticos, cambios en la legislación y medidas de protección en otros países (incluyendo aspectos cambiarios), asesoría sobre la incidencia de fenómenos políticos y financieros sobre el comercio internacional, proyecciones sobre la actividad económica de los principales y mercados internacionales, etc. Esta información debe producirse en coordinación con las necesidades del sector privado, para lo cual deben crearse instituciones o mecanismos de comunicación eficientes entre gobierno y privados.

B. Apoyo en los períodos de reestructuración y reasignación de recursos. Puesto que las ventajas comparativas de algunos sectores evolucionan dinámicamente, el Estado debe ejercer una constante función de monitoreo o seguimiento de éstas, reforzando el papel del mercado como reasignador de recursos de las actividades más ineficientes a las más competitivas. Debe arrojar señales claras al sector privado de que apoyará y premiará antetodo la eficiencia, otorgando apoyo a aquellos sectores dispuestos a realizar cambios estructurales en esa dirección. Para ello deberán crearse sistemas de financiación específicos, tales como fondos especiales para la reestructuración.

C. Eficiencia en el sector estatal. El sector público debe aumentar la eficiencia como proveedor de servicios en los cuales tiene el monopolio de producción, y hacer más expeditos y racionales los procesos de expedición de licencias, permisos, etc. El sector privado debería actuar permanentemente como fiscalizador de estas actividades, creándose mecanismos políticos de presión eficientes para este propósito, en donde el Congreso debería jugar un papel crucial.

D. Garantizar una adecuada infraestructura de transporte y comunicaciones.

E. Mejorar calidad del capital humano. Tal como lo contempla el nuevo plan de desarrollo del gobierno, la inversión en infraestructura social es condición necesaria para aumentar la productividad y competitividad de la producción nacional. Así, el

Estado debe crear las condiciones para el desarrollo de una mano de obra calificada y productiva.

BIBLIOGRAFIA

Aghevli Bijan, M. Khan and P. Montiel (1991), Exchange rate policy in developing countries: some analytical issues, IMF, Occasional papers No. 78, March.

Ahmad, Jaafar (1990), "Export volatility and stabilization in Malaysia", in Azis. Ungku (1990), Strategies for structural adjustment : The experience of Southeast Asia.

Argy, V., P. De Grauwe , and J.J. Polak, eds.(1990), Choosing an exchange rate regime: the challenge for smaller industrial countries, International Monetary Fund- Katholieke Universiteit Leuven- Macquarie University.

Asian Development Bank (1991), Key indicators of developing Asian and Pacific countries , Volume XXII, July.

Asian Development Bank (1991), Asian development outlook-1991, April.

Aziz, Ungku A. mod (1990), Strategies for structural adjustment : The experience of Southeast Asia, International Monetary Fund- Bank Negara Malaysia.

Banco Mundial, Informe sobre el desarrollo mundial , varios números.

Choksi, Arneane y Michael Michaely (1990), "Liberalización del comercio exterior en países en desarrollo: las lecciones de la experiencia", Mimeo, Banco Mundial.

Chung-Hua Institution for Economic Research (1987), Conference on economic development in the Republic of China on Taiwan, Taipei, July 22-27.

Dornbusch, R. (1987), Exchange rates and inflation , Basil Blackwell, Cambridge.

Edwards, S. (1987), "El orden sucesivo en la liberación económica en países en desarrollo", Revista Finanzas y Desarrollo, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, Marzo.

Edwards, S. (1989), Real exchange rates, devaluation and adjustment : exchange rate policy in developing countries, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Fondo Monetario Internacional International Financial Statistics, varios números.

Fondo Monetario Internacional Balance of Payments Statistics, varios números.

Fondo Monetario Internacional Government Financial Statistics, varios números.

Frenkel Jacob, Goldstein and P. Masson (1991), Characteristics of a successful exchange rate regime, IMF Ocassional papers, No. 82.

Hemming R. and K. Kochhar (1990), "The role of fiscal and monetary policy in the growth process", en Azis. Ungku (1990), Strategies for structural adjustment : The experience of Southeast Asia.

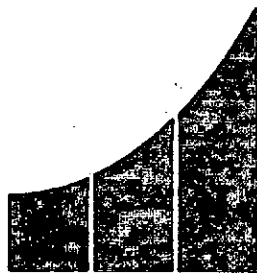
Kohli, Kedar (1991), "The role of fiscal policy in Asian economic development" Asian development review, Vol 9 , No.1 .

Leeahtam, Pisit et. al (1991), "Monetary policy in Asian economic development" Asian development review, Vol 9 , No.1 .

Mangkusuwondo, Suhadi (1990), "Trade policy as a strategy for structural adjustment", en Azis. Ungku (1990), Strategies for structural adjustment : The experience of Southeast Asia, op. cit.

Quirk, Peter (1990), "Exchange rate policies and managements: a model for successful structural adjustment", en Azis. Ungku (1990), Strategies for structural adjustment : The experience of Southeast Asia.

Tseng, Wanda and R. Corker (1991), Financial Liberalization, money demand, and monetary policy in Asian countries, IMF Ocassional papers, No. 84, July.



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.