

# Análisis Coyuntural

*Correos  
de Colombia*



**Llame gratis a nuestras nuevas  
líneas de atención al cliente**

**018000-915525  
018000-915503**

**Visite nuestra página web  
[www.adpostal.gov.co](http://www.adpostal.gov.co)**

# Análisis Coyuntural

---

## I. LA SITUACIÓN FISCAL Y LAS REFORMAS

### A. Consideraciones generales

Desde principios de 2002 se hizo evidente la crítica situación de las finanzas públicas del país, a pesar del esfuerzo de ajuste que se venía realizando desde 1998. A comienzos del segundo semestre del año el nuevo equipo de gobierno expresó su preocupación por la necesidad de hacer un drástico ajuste en el corto plazo. A pesar de la complejidad de la situación, los anuncios del nuevo gobierno fueron relativamente bien recibidos por los inversionistas y las percepciones sobre la evolución futura de la economía colombiana mejoraron. Así lo revelaron las diferentes encuestas de Fedesarrollo a empresarios y hogares, y también lo confirmó el desempeño del sector real. De hecho, después de crecer a una tasa de 0,5% en el primer trimestre, en el segundo el PIB creció 2,2% y en el tercero 1,9%. Los datos del último trimestre del año, arrojaron un crecimiento total para 2002 de 1,65%. Este desempeño de la economía, aunque dista de ser favorable, fue superior al del promedio de América Latina y sólo fue superado por países como

Perú, Ecuador y Chile, y fue incluso más alto que el de México y el de los países del Cono Sur.

El Gobierno adoptó un paquete de medidas en el frente económico y en el del orden público, que sin duda han inducido una recuperación en la confianza de los agentes sobre el futuro del país. En materia de orden público, aunque es difícil calificar los resultados de la estrategia del gobierno, los planteamientos oficiales han generado un ambiente más propicio para dinamizar la inversión. Los empresarios han mejorado paulatinamente su percepción sobre las condiciones para invertir en el país, y ya una buena parte de los encuestados por Fedesarrollo considera que existen condiciones favorables políticas y socioeconómicas para llevar a cabo sus planes de inversión.

En el área económica, en diciembre de 2002 se aprobaron las reformas pensional, tributaria de reestructuración del Estado y laboral, que no sólo son una señal clara del compromiso del gobierno con el ajuste fiscal y de la decisión política de llevarlo a cabo, sino además proveen las bases para una corrección de las finanzas públicas en el corto plazo y

para un saneamiento de las mismas en el mediano y largo plazo. La reforma laboral es un paso importante para propiciar en el futuro la generación de empleo en el país, pero no se debe ser muy optimista sobre la posibilidad de una reducción del desempleo en el corto plazo.

La aprobación de este paquete de reformas, además, le permitió al gobierno firmar en enero pasado el acuerdo de *stand-by* o de contingencia por dos años con el Fondo Monetario Internacional, lo que contribuirá significativamente a afianzar los compromisos de ajuste y a restituir la confianza de los mercados internacionales y domésticos. El acuerdo establece la revisión trimestral de las metas sobre déficit fiscal, endeudamiento externo, inflación y reservas internacionales, una diferencia marcada frente al anterior convenio firmado con la entidad donde las revisiones tuvieron una periodicidad mucho mayor. Para el año 2003, el gobierno colombiano se ha comprometido a no sobrepasar un déficit fiscal consolidado de 2,5% del PIB (un avance importante frente al 4,0% alcanzado en 2002) y, lo que es más importante, está obligado a generar un superávit primario de entre 2,8% y 3% del PIB, un requisito para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

Para este año el gobierno estableció una meta de crecimiento real del PIB de 2%, de inflación de 5,5%, de devaluación nominal de 9,9% y un nivel de desempleo cercano a 14%. A juicio de Fedesarrollo en términos generales estas metas son realistas excepto aquella en materia de inflación. Incluso el crecimiento del PIB podría estar por encima de la cifra oficial (cercano a 2,5%).

Vale anotar que el crecimiento de este año dependerá en buena medida de lo que suceda con la economía venezolana y en general con el desempeño de América Latina y de Estados Unidos. No obstan-

te, si el país es más productivo y las finanzas públicas están mejor balanceadas, será menos vulnerable a los choques que provengan del entorno internacional. Por esta razón la disciplina fiscal debe ser el objetivo central. En el año que terminó el ajuste fiscal dejó mucho que desear, no sólo porque hubo un menor volumen de ingresos tributarios sino porque también se incrementaron los gastos. Los datos del Plan Financiero revisado para 2002 muestran que el déficit del sector público consolidado fue de 4% del PIB, superior en 1,3% del PIB al programa para el año.

La combinación de apoyo de prestamistas oficiales y la importancia geopolítica que tiene Colombia para los Estados Unidos, probablemente continúen apoyando la credibilidad para los programas nacionales al inicio de 2003. Pero no hay nada que sustituya el trabajo serio de enderezar las finanzas públicas y avanzar en la desactivación del conflicto interno.

## **II. LA POLÍTICA FISCAL Y EL ACUERDO CON EL FMI**

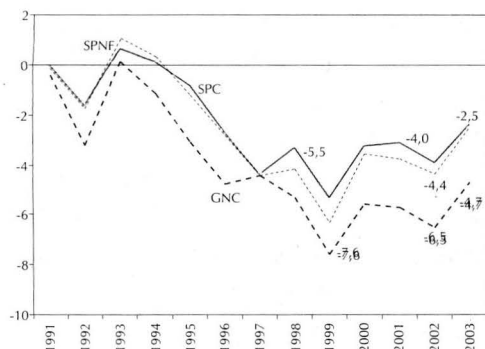
### **A. Situación de las finanzas públicas en 2002**

En el año 2002 se hizo evidente la crítica situación de las finanzas públicas del país. El déficit del Sector Público Consolidado alcanzó una cifra de 4% del PIB (frente a una meta de 2,6%) y de 6,5% del PIB para el Gobierno Nacional Central (Gráfico 1).

Por otra parte, la dinámica de la deuda pública continuó, y la deuda del Gobierno Nacional Central pasó de un nivel de 44% del PIB en 2001 a 50% del PIB en 2002 (Gráfico 2).

Con estos niveles de deuda, los ejercicios de sostenibilidad muestran que para estabilizar la deuda en 50% del PIB en el mediano y largo plazo, se requeriría generar un superávit primario de entre 2

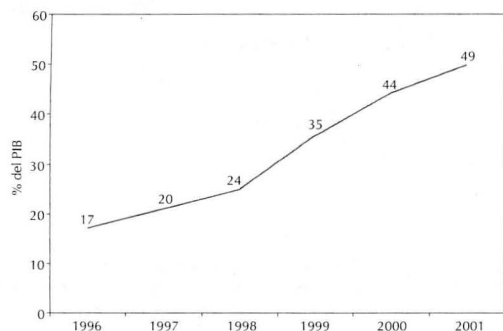
**Gráfico 1. PLAN FINANCIERO 2003: DÉFICIT COMO % DEL PIB**



Sector público consolidado = sector público no financiero + costos de reestructuración del sector financiero + superávit Banco de la República + superávit Fogafin.

Fuente: Confis.

**Gráfico 2. DEUDA DEL GNC TOTAL (Como % del PIB)**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

y 3% del PIB. Vale decir que en 2002 el balance primario del SPNF fue de 0,5% y el del Gobierno Central de -1,5%.

Frente a esta situación, y a las dificultades de acceso a los mercados externo e interno (los *spreads* de la deuda soberana alcanzaron a finales del año pasado un nivel de 1000 p.b. y en septiembre se registró una crisis en el mercado doméstico de los tí-

tulos del gobierno TES que incrementó sustancialmente las tasas reales), el Gobierno se vio en serias dificultades para financiar el año 2003.

Por estas razones, y con el fin de obtener recursos por parte de las entidades multilaterales, el Gobierno firmó un acuerdo *stand-by* con el FMI en enero pasado, cuyo condicionamiento era la aprobación de un paquete de reformas que garantizaran la estabilización de las finanzas públicas.

El gobierno venía trabajando sobre este objetivo y en diciembre pasado se aprobaron la reforma tributaria, la reforma pensional, la reforma del Estado y la reforma laboral. Esta, no sólo es una señal clara del compromiso del gobierno con el ajuste, sino además es una avance en el objetivo de sentar las bases para una corrección estructural de las finanzas públicas. Adicionalmente, el gobierno tiene aprobado un referendo que será sometido al escrutinio público a mediados del año, mediante el cual se esperan congelar los salarios públicos por dos años y realizar otras reformas que implican un ahorro fiscal importante. Más adelante se verá en detalle el impacto fiscal de las reformas.

Con base en la aprobación de estas reformas, el acuerdo con el FMI establece metas fiscales, pero adicionalmente incluye otras metas macroeconómicas, que se resumen en el Cuadro 1. La revisión de las mismas se hará en forma trimestral por parte del Fondo.

Dado que una buena parte del ajuste depende de la aprobación del Referendo, en el acuerdo con el FMI se ha establecido un plan de contingencia que consiste en la adopción otras medidas por parte del gobierno para reducir gastos, entre ellas a través de Reformas Constitucionales y de nuevas leyes, el aumento de impuestos, el uso temporal los recursos



### Cuadro 1. METAS MACROECONÓMICAS (Acuerdo FMI)

	2003	2004
Crecimiento entre	2% y 2,5%	3,0%
Inflación	5% - 6%	
Déficit en CC	0,8%	1,5% - 2%
Déficit SPC	2,5% (4,0% en 2002)	2,1%
Endeudamiento interno	2,3% del PIB (3,1% en 2002)	1,7% del PIB
Endeudamiento externo (US\$8.000 en 2003-2005)	US\$2.600 Millones (US\$800 de bonos)	
Reservas internacionales	US\$10.543 millones	

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAEP (que hoy asciende a 1,5% del PIB) y la emisión de bonos de largo plazo en términos concesionales.

No obstante, la no aprobación del referendo implicaría serias dificultades para el gobierno en el cumplimiento de sus metas: primero, la aprobación de reformas constitucionales por parte del Congreso tardaría por lo menos un año (se requieren dos vueltas); segundo, el gobierno hoy tiene discreción sobre sólo entre 10% y 15% de los gastos totales (en su mayoría gastos de capital); y tercero, el aumento de impuestos después de pocos meses de haber sido aprobada una reforma tributaria profunda atentaría sin duda contra la recuperación en el corto plazo.

Según el Plan Financiero, la meta del gobierno apunta a un déficit para este año de 2,5% del PIB, que se fundamenta en una reducción del déficit del Sector Público Consolidado de 1,5% del PIB y de

2,1% para el SPNF, básicamente debido a un menor déficit del Gobierno Nacional Central de 1,7% del PIB. En cuanto al GNC, la reducción del déficit incluye un aumento de ingresos totales que ascenderán a 16% del PIB, 16% superiores a los de 2002 debido a la reforma tributaria, y a una reducción de los gastos en una proporción menor, los cuales ascenderán a 20.9% del PIB frente a 21,3% en 2002, superiores en 5,5%. Se observa cómo el ajuste se realizará principalmente por la vía de mayores ingresos más que por un recorte del gasto, una situación que tiene una incidencia negativa desde el punto de vista del crecimiento.

### B. Financiamiento de 2003

Para este año las necesidades de financiamiento ascienden a US\$7.695, de los cuales US\$3.331 provienen de desembolsos externos (US\$2.793 de préstamos de la banca multilateral) y US\$4.364 de desembolsos internos (US\$2.300 de TES convenidos y forzosos) y US\$1.894 de TES subastados en el mercado (Cuadro 2).

### Cuadro 2. FINANCIACIÓN PARA 2003

	Miles de millones de pesos	USD millones
Desembolsos	22.346	6.695
Externos	9.673	3.331
Colocación de bonos	1.562	538
Créditos banca multilateral	8.111	2.793
Internos	12.673	4.364
Convenidas	5.300	1.825
Subastas	5.500	1.894
Forzosas	1.600	551
TES corto plazo	86	30
Otros	188	65
Ajustes causación	247	85
Utilidades Banco de la República	1.487	512
Portafolios y otros	4.246	1.462

Fuente: Confis, Plan Financiero.

Las reformas, el programa de ajuste y el acuerdo firmado con el FMI, sin duda han restaurado la confianza en los mercados. A mediados de enero el gobierno logró colocar en el mercado externo bonos *yankees* a 30 años por valor de USD\$500 millones a una tasa cupón de 10,375%, con un rendimiento del 11,25% y con un *spread* de 634 puntos básicos, y con esta operación prácticamente se completó la financiación mediante colocación de bonos externos para el presente año.

La operación se consideró exitosa y además fue una muestra de la confianza que los inversionistas extranjeros han depositado en la economía colombiana. A pesar de que la colocación es costosa para el gobierno, más aún teniendo en cuenta que la única otra vez que se había hecho una colocación a un plazo tan largo en el mercado externo había sido en 1997 con un *spread* de 177 puntos básicos. Sin embargo, vale la pena resaltar que, en el contexto actual, Colombia es el único país de América Latina que ha logrado colocar satisfactoriamente bonos de deuda externa a un plazo tan amplio. Además, aunque la situación actual dista mucho de aquella que se dio en 1997 cuando el país gozaba de grado de inversión, Colombia sigue siendo uno de los mejores países para invertir en la región.

El comportamiento del *spread* de la deuda pública colombiana sobre los bonos de tesoro de Estados Unidos ha sido relativamente favorable durante los últimos tres meses. Durante noviembre y diciembre del año pasado el *spread* colombiano mostraba una clara tendencia descendente que se refleja en una caída de la calificación de riesgo promedio mensual de 958 puntos básicos a 803 p.b. y 663 p.b. en noviembre y diciembre respectivamente. Nuevamente el país se logró ubicar por debajo del promedio mensual del EMBI+, indicador que recoge el *spread* de varios mercados emergentes. En

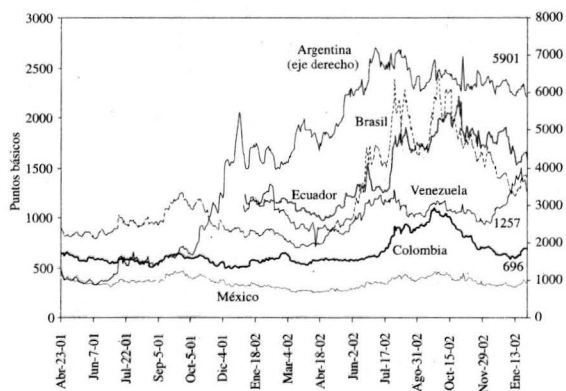
enero de 2003, aunque Colombia sigue ubicándose por debajo del EMBI+ y mostrando una posición favorable frente a los demás mercados emergentes, la tendencia fue claramente ascendente. Mientras que el 6 de dicho mes se registró un *spread* de 581 p.b., el más bajo registrado desde junio del año pasado, el 27 de enero éste alcanzó los 696 p.b. Es decir que en 20 días, la calificación de riesgo de la deuda soberana colombiana sufrió un deterioro de 115 puntos básicos.

Sin embargo, vale anotar que también en los demás países de la región se observó recientemente un deterioro de la calificación de riesgo jalonado muy probablemente por la crisis política y económica venezolana y la desconfianza generalizada sobre el desempeño de los mercados emergentes (Gráfico 3).

### III. LAS REFORMAS Y SU IMPACTO FISCAL

La crítica situación fiscal de la nación es un tema de gran preocupación para el país y lo ha sido para actual gobierno. Con el fin de ajustar las finanzas públicas las autoridades propusieron el año pasado

**Gráfico 3. SPREADS DE LA DEUDA DE PAÍSES LATINOAMERICANOS**



Fuente: ANIF con base en JP Morgan, cálculos de Fedesarrollo.

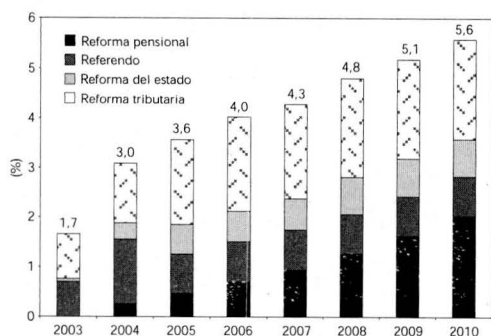
un paquete de reformas tributaria, laboral, pensional y administrativa, las cuales ya fueron aprobadas por el Congreso en diciembre. Dicho paquete de reformas implicará un ahorro fiscal de 1,7% del PIB para el 2003 y 3,1% para el 2004, lo cual tendrá un efecto positivo en la dinámica de la deuda y del déficit fiscal del sector público consolidado (Gráfico 4 y Cuadro 3).

## A. Reforma Tributaria: mucho en recaudos, poco en estructura

La reforma tributaria consagrada en la Ley 788 de 2002 comprende los siguientes aspectos:

En cuanto al impuesto a la renta, se estableció una sobretasa de diez por ciento durante 2003, con lo cual la tarifa del tributo pasa del 35% al 38,5%. Para 2004 se aprobó una contribución permanente del 5%, es decir, la tarifa quedará en 36,75%. Adicionalmente, se amplió la base gravable en la medida en que deben declarar renta las personas con ingresos superiores a \$60 millones y ya no al límite de \$95,1 millones que aplicaba antes de la reforma, y se redujo la exención de los ingresos laborales de 30% a 25%.

**Gráfico 4. IMPACTO DE LAS REFORMAS (% del PIB)**



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En materia de IVA, se amplió la base gravable: por una parte, se mantuvo la tarifa general en 16%, pero pasando a esta tarifa aquellos bienes que antes se gravaban con el 10%; por otra parte, algunos bienes de la canasta familiar<sup>1</sup> comenzaron a pagar una tarifa del 7% desde el 1 de enero de 2003 y la totalidad de los bienes lo hará a partir del 2005. Adicionalmente, se eliminó el IVA para la importación de maquinaria industrial.

En lo relacionado con los impuestos territoriales, se aumentó en 5% la tarifa de la sobretasa a la gasolina a partir del 1 de enero de 2003<sup>2</sup>, y con respecto al impuesto al consumo de licores su base gravable se establecerá según el grado alcohométrico<sup>3</sup>.

Finalmente, se amplió la cobertura del Gravamen a los Movimientos Financieros, pues se incluyeron operaciones no consideradas en la regulación previa, como traslados de recursos o derechos sobre carteras colectivas (fondos de pensiones, fondos de cesantías y los fondos manejados por las sociedades fiduciarias) y los débitos que se efectúen a cuentas diferentes a las corrientes, de ahorro, o de depósito, para la realización de pagos o transferencias a terceros.

## 1. Los recaudos esperados

Con la reforma se pretende generar ingresos para la Nación durante este año por un monto de \$2 billones, equivalentes a casi 1% del PIB. Como se ob-

<sup>1</sup> Como el chocolate, café, pastas y harina de trigo.

<sup>2</sup> A nivel municipal y distrital 18,5%, a nivel departamental 6,5% y para el Distrito Capital la tarifa es de 25%.

<sup>3</sup> Los productos entre 2,5 y 15 grados pagan una tarifa de \$110 por cada grado. Aquellos con más de 15 grados cancelarán un impuesto de \$180 por cada grado y los de más de 75 grados pagarán una tarifa de \$270 por grado.



**Cuadro 3. AHORRO ESPERADO - REFORMAS ESTRUCTURALES GOBIERNO URIBE**  
(% del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reforma Pensional	0	0,26	0,46	0,71	0,95	1,27	1,63	2,03
Referendo	0,7	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Reforma del Estado	0,06	0,32	0,6	0,62	0,63	0,74	0,75	0,75
Reforma Tributaria	0,9	1,2	1,7	1,9	1,9	2	2	2
Total	1,66	3,08	3,56	4,03	4,28	4,81	5,18	5,58

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

serva en el Cuadro 4, de esta cifra los recaudos por modificaciones en IVA son los más representativos y corresponden en gran parte al recaudo esperado por IVA del 7% (entre otros, bienes de la canasta básica). Los ingresos por las modificaciones al impuesto de renta equivalen a menos de la mitad de los que se calculan por IVA, y allí se destacan los ingresos por concepto de la sobretasa del 10% (Gráfico 5).

Para 2004, el gobierno espera recaudar por nuevos impuestos \$2,8 billones (1,2% del PIB), suma que

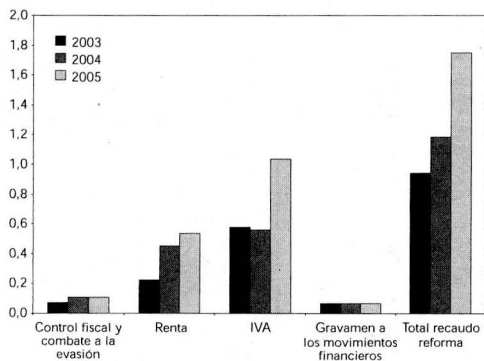
se incrementará a \$4,4 billones en 2005 (1,7% del PIB) con la entrada en vigor del IVA para la totalidad de los bienes anteriormente eximidos del pago.

## 2. Impuesto de renta, aciertos y errores

La mayor parte de los recaudos por este impuesto provienen de las firmas. Un estudio reciente de Fedesarrollo<sup>4</sup> muestra que las empresas han pagado en promedio en la última década impuestos equivalentes a 27,1% de sus utilidades (antes de impuestos) (Gráfico 6) con una tasa de elusión/evasión de 20% en promedio, la cual ha aumentado cuando la tasa impositiva ha subido y se ha reducido cuando ésta ha disminuido. Esto comprueba que, entre más elevada es la tasa, mayor es el incentivo a eludir y menor es el recaudo.

Con la nueva reforma, Colombia quedó con una de las tarifas de impuestos de renta más altas del mundo, y esto no sólo puede promover la elusión sino además no garantiza que los recaudos aumenten en la misma proporción que el incremento de la tarifa. Es previsible también que la mayor tasa genere

**Gráfico 5. RECAUDO ESPERADO REFORMA TRIBUTARIA (% del PIB)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

<sup>4</sup> Echavarría y Zodrow, (2002).

## Cuadro 2. ESTIMACIÓN DE LOS PRINCIPALES EFECTOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA (Millones de pesos)

Concepto	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Normas de control fiscal y combate a la evasión<sup>1</sup></b>	160.000	250.000	268.350	288.074	308.585	330.556	354.092	379.303
% del PIB	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Modificaciones en renta<sup>2</sup></b>	501.332	1.065.974	1.359.900	1.652.531	1.911.019	1.994.207	2.136.195	2.288.292
% del PIB	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Deducción de impuestos locales: ICA y predial 80%, timbre y vehículos 0%	0	197.075	211.520	226.362	242.479	259.744	278.238	298.048
Reestablecer equilibrio ajuste inflación a inventarios	0	184.428	198.895	212.856	228.011	244.245	261.635	280.264
Sobretasa 5% a partir del año gravable 2004 <sup>3</sup>	349.723	349.723	375.356	401.694	430.295	460.932	493.750	528.905
Reducir al 25% la exención laboral del 30%	151.609	163.660	175.655	187.981	201.365	215.702	231.060	247.512
Reducir gradualmente los tratamientos preferenciales <sup>4</sup>	0	171.687	307.119	525.871	704.141	701.399	751.339	804.834
Controlar los «precios de transferencia» y otros controles	0	0	92.000	98.456	105.466	112.975	121.019	129.636
<b>Modificaciones en IVA</b>	1.281.593	1.320.453	2.629.624	2.953.929	3.249.108	3.550.841	3.803.661	4.074.482
% del PIB	0,6	0,6	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Ampliación base gravable 7% y 10% a partir de 2005 <sup>5</sup>	1.073.536	1.142.277	1.703.666	1.823.212	1.953.025	2.092.080	2.241.036	2.400.598
Unificación tarifa 25% vehículos hasta 1400 cc.			32.754	35.162	37.666	40.347	43.220	46.297
Incremento tarifa vehículos del 35% al 40% <sup>6</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Bienes y servicios del 10% a la tarifa general	164.174	177.446	190.470	204.471	219.029	234.624	251.329	269.224
Cerveza: IVA a la tarifa del 3%	47.324	51.086	54.830	58.677	62.855	67.330	72.124	77.260
Subir la tarifa del 16% al 20% aplicable a la telefonía móvil	54.570	58.907	63.225	67.662	72.480	77.640	83.168	89.090
Aplicar IVA a la tarifa del 20% para algunos bienes <sup>6</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Generalizar descuento iva bienes de capital	-95.235	-150.008	-203.973	-103.775	-52.580	0	0	0
IVA licores cedido a los entes territoriales	-40.000	-42.617	-45.741	-48.950	-52.436	-56.169	-60.168	-64.452
IVA del 2% para bienes y servicios exentos y excluidos	0	0	744.919	821.719	906.501	985.117	1.055.257	1.130.391
IVA del 5% para juegos de suerte y azar	77.225	83.363	89.473	95.751	102.569	109.872	117.694	126.074
<b>Modificaciones en Gravamen a los Movimientos Financieros</b>	150.000	162.127	174.026	186.818	200.119	214.368	229.631	245.980
% del PIB	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Total recaudo reforma</b>	2.092.925	2.798.554	4.431.900	5.081.352	5.668.831	6.089.972	6.523.578	6.988.057
% del PIB	0,9	1,2	1,7	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0

<sup>1</sup> Se aplazó la penalización de la evasión para incorporarla en el Código Penal.

<sup>2</sup> El total de recursos del impuesto de renta se castigó con \$600 millones por la exclusión de renta presuntiva para las transmisoras de energía eléctrica.

<sup>3</sup> En el año gravable 2003 la sobretasa será del 10% y tendrá un anticipo del 50%. A partir del 2004, la sobretasa del 5% eleva el impuesto al 36,75%.

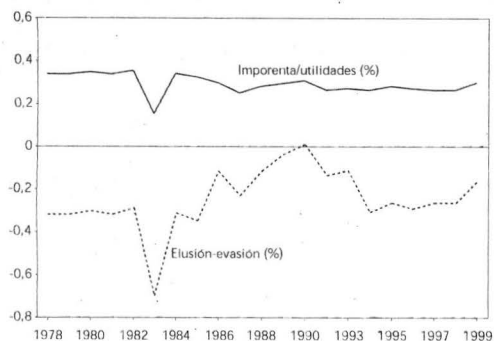
<sup>4</sup> Los beneficios se eliminan gradualmente: 30% en el año gravable 2003, 50% en 2004, 80% en 2005 y 100% desde 2006. Se mantienen los beneficios por: dividendos y participaciones, indemnizaciones por seguros de daño, terneros primer año, componente inflacionario de intereses de personas naturales, pensiones, cesantías, recompensas, financiamiento de transporte masivo de pasajeros, donaciones a partidos políticos, exenciones laborales, ley paez, ley quimbaya, ley del libro zonas francas y usuarios de zonas francas, loterías y licores, generación de empleo y donaciones a entidades públicas.

<sup>5</sup> Respecto a lo aprobado en Comisiones Económicas, las plenarias gravaron los animales vivos con IVA en una sola etapa (lugar de sacrificio) a la tarifa del 2% (antes 7%-10%) y se excluyeron, carbón, asufre, fosfatos, caña de azúcar, semillas para algodón, y sillas de ruedas (inicialmente propuestos como gravados). El costo neto de estas disposiciones asciende a \$132.805 millones en 2003 y \$281.149 en 2005.

<sup>6</sup> Propuestas incluidas en el proyecto de ley del gobierno que fueron eliminadas en los debates del Congreso de la República.

Fuente: OEE - DIAN y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

## Gráfico 6. PAGO DE IMPUESTOS/UTILIDADES Y TASAS DE ELUSIÓN-EVASIÓN



Fuente: Echavarría y Zodrow, (2002).

desincentivos a la inversión, en una magnitud que dependerá de si se produce o no una elusión de la nueva carga tributaria.

La reforma presenta un avance pequeño en lo relacionado con el desmonte de algunos tratamientos preferenciales actuales, que además puede verse más que compensado por la creación de nuevos beneficios. Por una parte, se eliminan cerca de 20 exenciones y se planea reducir otro número en tres años; pero, por otra parte, se establecen diez preferencias adicionales como la generación y venta de energía eólica, turismo y reforestación, entre otras, además de que se perpetúa el tratamiento preferencial para 16 actividades.

En la Misión de Ingreso Público Fedesarrollo insistió en la necesidad de eliminar totalmente dichas preferencias, por considerarlas antitécnicas, facilitadoras de la elusión y demasiado costosas. La eliminación de los tratamientos preferenciales en renta vigentes antes de la reforma podría haber generado recaudos por un monto de \$371,161 millones, una cifra mayor a la proyectada para este año como recaudo por la nueva sobretasa (\$349,723 millones). La desactivación de los tratamientos preferen-

ciales hubiera hecho innecesario el aumento en la tarifa de renta (Cuadro 5).

La reducción en la exención para los ingresos laborales fue, en cambio, acertada. Bajó de 30% a 25% la exención a las rentas para los asalariados y se estableció para ella un tope de \$4 millones por año. Con la fijación de este límite, la exención deja de favorecer a las personas de mayores ingresos y le imprime a este tratamiento un carácter más progresivo.

La limitación en las deducciones vinculadas a los ingresos gravados constituye, también, un aporte positivo. A partir de 2004 las empresas podrán deducir del impuesto a la renta sólo el 80% del pago del impuesto de industria y comercio y predial, y no podrán deducir el impuesto de timbre y vehículos. Esto permite fortalecer los ingresos de la Nación, aunque ligeramente, -se calcula que el recaudo en 2004 será de \$197.000 millones- y desvincula las cuentas de los impuestos locales de los nacionales.

### 3. IVA, un avance relativo

La ampliación de la base gravable es la principal modificación que introduce la reforma al régimen del IVA. En los próximos dos años el valor agregado de los sectores gravados con este tributo (la base gravable) alcanzará el 51% del PIB, 6 puntos porcentuales más que el 45% actual. En 2005 llegará al 80% del PIB. Este aumento se obtiene, en gran medida, reduciendo la lista de bienes exentos. De hecho, algunos bienes de la canasta familiar pagarán IVA a partir de este año y todos lo harán a partir de 2005. La eliminación de las exenciones es claramente adecuada para conformar un sistema tributario más eficiente.

A pesar de lo anterior, la ampliación de la base gravable afecta a la población de más bajos recursos.

**Cuadro 5. TRATAMIENTOS PREFERENCIALES EN RENTA, RECAUDO POTENCIAL EN 2003-2005**  
(Millones de pesos)

Artículo		Descripción	2003	2004	2005
<b>Contribuyentes en régimen especial</b>			0	13.480	13.627
Artículo 19n1	Asociaciones		0	3.859	3.901
Artículo 19n1	Corporaciones		0	1.486	1.502
Artículo 19n1	Fundaciones		0	3.277	3.313
Artículo 19n2	Otros		0	319	323
Artículo 19n3	Fondos		0	3.859	3.901
Artículo 19n4	Cooperativas		0	319	323
Artículo 19-2	Cajas		0	259	363
<b>Ingresos no constitutivos de Renta, ni ganancia ocasional</b>			6.044	14.671	14.830
Artículo 42	Recompensas		323	327	330
Artículo 46	Los terneros nacidos y enajenados dentro del año		2.333	2.358	2.384
Artículo 53	Aportes para financiación del transporte masivo		3.387	11.985	12.116
<b>Deducciones</b>			1.781	1.800	1.820
Artículo 119	Intereses de préstamos para adquisición de vivienda		0	0	0
Artículo 126-2	Donaciones a la Corporación General Gustavo Matamoros D' Acosta		13	13	13
Artículo 158	Inversión en desarrollo científico y tecnológico		1.768	1.788	1.807
<b>Rentas exentas</b>			360.668	397.682	398.667
Artículo 206-7	Gastos de representación de altos funcionarios del Estado		1.898	1.919	1.940
Artículo 206-8	Exceso del salario básico del personal de las FFMM		9.223	9.324	9.425
Artículo 206-10	30% del valor total de los pagos laborales		242.140	244.783	247.443
Artículo 211-1	Loterías y licorerías		0	1.111	1.123
Artículo 217	Fondos ganaderos organizados como S.A.		0	413	418
Artículo 229	Empresas editoriales		3.350	11.854	11.983
	Ley Paez		6.861	24.277	24.541
	Ley Quimbaya		97.195	104.001	101.794
<b>Descuentos</b>			2.668	24.958	25.229
Artículo 249	Donaciones		0	10.669	10.785
Artículo 250	Generación de empleo		0	4.848	4.900
Artículo 256	Empresas Colombianas de transporte internacional		316	1.117	1.129
Artículo 257	CERT		2.353	8.324	8.415
<b>Total</b>			371.161	452.591	454.172

Fuente: DIAN.

Por esta razón, la Misión de Ingreso Público planteó la necesidad de compensar a los estratos más bajos con algún tipo de mecanismo de devolución, o bien por la vía del gasto social.

Adicionalmente, la nueva reforma complicó aún más el esquema de tarifas del impuesto al valor agregado. Fedesarrollo insistió en la necesidad de diseñar un régimen con dos tarifas, como existe en

la mayoría de los países. En adelante, el nuevo sistema nacional tendrá ocho tarifas, convirtiéndose así en uno de los países con el régimen de IVA más complejo. Esto genera problemas de vigilancia y control a la evasión, y hace más distorsionante el sistema.

Otro efecto relacionado con la ampliación de la base gravable es, sin duda, la generación de presiones inflacionarias. Sobre el particular, el Ministerio de Hacienda estima que éstas no superarán el 0,3% en 2003. Sin embargo, la magnitud del efecto sobre los precios dependerá de la elasticidad precio de la demanda: si ante el aumento del precio ésta se contrae, las presiones inflacionarias serían menores; si por el contrario, el consumo de los nuevos bienes gravados es inelástico, el impacto sobre los precios sería mayor. Una vez incluidos todos los bienes dentro de la base gravable (2005), podría generarse también una recomposición en el consumo, sustituyendo los bienes con impuestos altos por otros con tarifas más bajas. Además, dependerá de las acciones compensadoras del Banco de la República.

#### **4. Olvidos infortunados**

El gravamen a las transacciones financieras ha contribuido a la generación de ingresos fiscales significativos durante los últimos años. En efecto, el volumen del recaudo alcanzó \$1,5 billones en el 2001 y más de \$4 billones desde su creación. Sin embargo, como se argumenta en la Misión de Ingreso Público, este impuesto es antitécnico, impide el desarrollo de los servicios de intermediación financiera, incentiva el movimiento de las transacciones hacia el exterior y aumenta los costos para los intermediarios, entre otros efectos. En consecuencia, se propuso el desmonte gradual del impuesto. La reforma, por el contrario, amplió la cobertura a operaciones no gravadas anteriormente con el propósito "perfeccionar el impuesto", al eliminar algunos canales que hoy se usan para evitar su pago.

El tema debe preocupar por cuanto el tributo se ha mostrado en la literatura económica como un instrumento que produce beneficios fiscales en el corto plazo que se reducen con el tiempo, y afecta la intermediación financiera con efectos de largo plazo sobre el crecimiento económico.

Por otra parte, el impuesto al patrimonio para financiar el gasto militar recaudó en su primera cuota \$624.000 millones, \$124.000 más de lo esperado. Existe el riesgo de que, frente al éxito en el recaudo, el gobierno esté tentado a imponerlo nuevamente en el futuro. Este impuesto también es antitécnico y afecta negativamente el crecimiento económico.

#### **5. Impuestos territoriales**

En lo relacionado al impuesto sobre el consumo de licores, la determinación del impuesto según el grado alcohométrico es acertada, pues facilita la administración y el control del recaudo. Además se logra su objetivo de equidad al unificar el tratamiento para todo tipo de licor sin importar su lugar de origen. Sin embargo, su objetivo de progresividad está en duda, porque algunos licores con alto contenido de alcohol pueden disminuir la tarifa implícita que pagan.

El aumento en los recaudos correspondientes al incremento de la sobretasa a la gasolina tampoco está asegurado, pues depende principalmente de la dinámica de sus precios. Adicionalmente, la demanda también jugará un papel importante y hay que tener en cuenta que en los últimos años el consumo de gasolina no se ha incrementado significativamente.

La situación de las finanzas territoriales es preocupante dada la magnitud del déficit fiscal departamental y municipal explicado en gran parte por la existencia de un sistema impositivo territorial in-



adecuado y de compleja legislación y administración. En consecuencia, la necesidad de establecer reglas de juego claras para la tributación local se hace evidente. Fedesarrollo y la Misión del Ingreso Público apoyan el proyecto presentado el año pasado por la Dirección de Apoyo Fiscal del Ministerio de Hacienda que propuso integrar y unificar en un solo régimen la tributación territorial, creando un reglamento sancionatorio y procedimental propio inexistente hasta el momento. Esta iniciativa fortalece la tributación local mediante la búsqueda de mayor recaudo sobre la base de la eficiencia, en función de la unidad sustantiva y de procedimiento, la simplificación y racionalidad, antes que con alternativas como el incremento de tarifas

El modelo de tributación territorial actual no constituye un avance hacia el cambio estructural necesario para romper con la dependencia de la inversión de las entidades territoriales a los recursos transferidos por la nación

## **6. Control de la evasión**

Fedesarrollo calcula que la tasa de evasión del impuesto a la renta actualmente llega a 33% y la del IVA alcanza 23%, con base en cifras de la DIAN. A partir del control a la evasión y la defraudación fiscal, la reforma pretende recaudar este año \$160.000 millones, 0,1% del PIB. Dicha cifra será algo difícil de alcanzar, ya que la ley no incluye la penalización de la evasión que será incorporada en el Código Penal posteriormente, lo cual puede tomar un tiempo.

## **7. Lo que falta**

La reforma fue agresiva en lo relacionado con ingresos, pero fue tímida en lo concerniente a la estructura tributaria.

Ante este panorama el gobierno tiene dos retos. En primer lugar, se requieren modificaciones que comprenden la eliminación de todos los beneficios del impuesto a la renta, la adopción de a lo sumo dos tasas para el IVA, el desmonte (al menos gradual) de los impuestos a las transacciones financieras y al patrimonio, y la creación de un estatuto que organice la tributación territorial. De no realizarse estas modificaciones en el futuro, el país estaría desperdiciando la oportunidad excepcional de diseñar un sistema tributario que contribuya al crecimiento económico.

En segundo lugar, para corregir los problemas que genera la estructura tributaria y para justificar un esfuerzo fiscal de la magnitud del que realizará el país, el gobierno tiene la necesidad imperiosa de crear mecanismos para vigilar la eficiencia y la calidad del gasto público.

## **B. Reforma pensional: una compra de tiempo**

El alcance de la reforma pensional aprobada en diciembre del año pasado es infortunadamente limitado. Aún con la reforma e incluso si se aprueban en el Referendo las modificaciones finales al régimen de pensiones, el problema de caja del Seguro Social reaparecerá en 2007.

### **1. Lo nuevo**

La reforma pensional consagrada en la ley 797 comprende los siguientes aspectos:

**Edad de jubilación.** Se aumentó la edad de jubilación a partir de 2014. De esta forma, se mantuvo inmodificada durante los próximos trece años frente a la establecida en la Ley 100. Así, los hombres continuarán pensionándose a los 60 años y las mujeres a los 55 años. No obstante, desde 2014 los hombres se pensionarán a los 62 años y las mujeres a los 57 años. Adicionalmente, las semanas de co-

tización continuarán en 1.000 hasta 2005 cuando se incrementarán en 50, hasta 1.050 y desde 2006 aumentarán en 25 cada año hasta llegar a 1.300 semanas en 2015.

**Monto de la cotización.** La tasa de cotización sobre el ingreso continuará en 13,5% durante 2003. En 2004, se incrementará en un punto porcentual para quedar en 14,5%, y en 2005 y 2006 aumentará otro medio punto anual para alcanzar 15,5% al final del último año.

**Base de cotización.** Para los trabajadores dependientes que se encuentren en el régimen de transición, se mantuvo en 20 salarios mínimos legales la base máxima para cotizar a pensiones. Para quienes no estén en dicho régimen, el límite será de 25 salarios mínimos legales. El avance en este aspecto lo constituye la incorporación de los trabajadores independientes al Sistema General de Pensiones.

**Monto de la pensión.** A partir de 2004, el monto de la pensión estará entre 55% y 65% del ingreso base de liquidación. Antes de la reforma el porcentaje iba entre 55% y 85% en forma decreciente y en función del nivel de ingresos.

**Facultades extraordinarias.** La reforma le otorga al Presidente de la República por seis meses facultades para modificar algunos aspectos del régimen. En particular se usará para tocar el sistema de pensiones de los presidentes y las fuerzas militares.

La ley no modificó los pagos de las pensiones causadas ni las que estaban próximas a pagarse.

## 2. Efecto fiscal de la reforma

La reforma comienza a producir sus primeros efectos fiscales a partir de 2004, correspondientes a un

ahorro de 0,25% del PIB. No obstante, en 2007 el impacto fiscal llega al 1% del PIB y posteriormente en 2010 alcanza el 2,2% (Cuadro 3). De esta manera, se reducirá el valor presente del pasivo pensional de 206,5% del PIB de la actualidad a 154,8% del PIB.

Una gran parte de la reducción en ese pasivo lo explica el impacto de la reforma sobre los flujos de pagos del Instituto del Seguro Social. La nueva ley genera una disminución superior a los 35 puntos básicos del PIB en el valor presente neto del déficit operacional del ISS, que pasa de 64,1% del PIB bajo las condiciones anteriores a la reforma, a 28,7% del PIB (Cuadro 6).

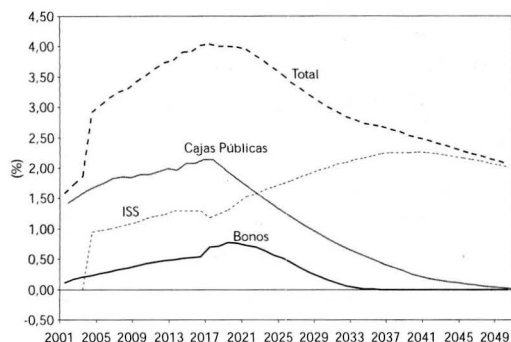
Adicionalmente, según el estudio del Crece y Fe-desarrollo que se publica en este artículo, antes de la reforma el agotamiento de las reservas del ISS para pago de pensiones hubiera ocurrido en 2004 con un déficit de 0,95% del PIB, el cual crece permanentemente hasta alcanzar 2,25% del PIB en 2041. Después de este año el déficit decrece hasta 0,72% del PIB en 2050 (Gráfico 7). Con la reforma, se mantiene la situación de agotamiento de las reservas del ISS, pero se llega a un punto máximo menor, que corresponde a 1,47% del PIB en 2016. Además, la reforma resulta en un déficit para 2050

**Cuadro 6. VALOR PRESENTE NETO DEL DÉFICIT OPERACIONAL DEL SGP (% DEL PIB)**

	Sin reforma	Con reforma
ISS	64,1	28,7
Cajas públicas	55	47,2
Fondo del Magisterio	26,7	26,7
Fuerzas Armadas	35,3	35,3
Bonos tipo A	17,4	17,2
Garantía de pensión mínima	8	0

Fuente: DNP

**Gráfico 7. DÉFICIT OPERACIONAL NO FINANCIERO DEL SGP (Escenario básico, % del PIB)**



Fuente: Crece y Fedesarrollo, (2002).

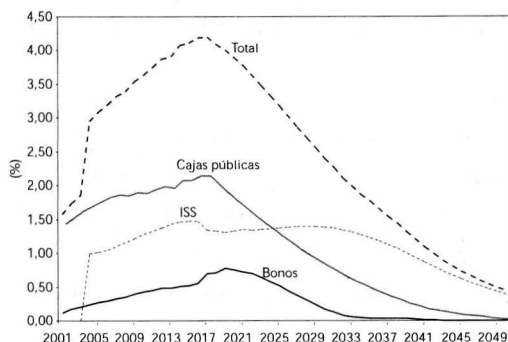
de 0,39% del PIB (Gráfico 8)<sup>5</sup>. Con todo, cálculos de Planeación Nacional establecen en 2007 la fecha en la que reaparecerá el problema de agotamiento de reservas para el ISS, aún después de implantada la nueva ley.

La reforma tiene un impacto menos significativo sobre el valor presente neto del déficit operacional de las cajas públicas. Éste pasa de 55% del PIB antes de la ley, a 47,2% del PIB. La estructura etárea de los afiliados a las cajas públicas explica el insignificante efecto sobre el costo fiscal generado por estas entidades. Por otro lado, la reforma no tiene ningún impacto sobre el pasivo pensional del Fondo del Magisterio, las Fuerzas Armadas y de los bonos de la Nación (Cuadro 6).

Por lo tanto, el efecto grueso de la reforma recae sobre el Seguro Social porque su objetivo se encaminó a modificar las condiciones para el régimen de prima media. El déficit operacional del ISS disminuye y su valor máximo es inferior y desciende

<sup>5</sup> Perfetti, M. (2002), "Debates de Coyuntura". Fedesarrollo (mimeo).

**Gráfico 8. DÉFICIT OPERACIONAL NO FINANCIERO DEL SGP (Reforma, % del PIB)**



Fuente: Crece y Fedesarrollo, (2002).

mucho más temprano comparado con la situación anterior a la reforma.

El efecto no es despreciable. El Ministerio de Protección Social estima que en los próximos 50 años el Estado se ahorrará US\$50.000 (\$142 billones aproximadamente) por concepto de la reforma pensional. Esto implica mayor sostenibilidad financiera. Sin embargo, la brecha fiscal no se ha cerrado por completo y será necesaria otra reforma pensional en el futuro. Como se observa en el Cuadro 7, el balance fiscal del sector de seguridad social pre-

**Cuadro 7. IMPACTO ESPERADO DE LA REFORMA - CUENTA DE SEGURIDAD SOCIAL - SPNF**

	% del PIB
2003	0,2
2004	0,2
2005	-0,2
2006	-0,3
2007	-0,4
2008	-0,4
2009	-0,5
2010	-0,5

Fuente: DNP.

senta un superávit de 0,2% del PIB para los dos próximos años, pero para el 2005 se observa un déficit de -0,3% que aumenta paulatinamente hasta alcanzar -0,5% del PIB en 2010.

La decisión de no atender este faltante produce un problema de justicia intergeneracional. Equivale a que la generación presente le pase una cuenta de cobro a las generaciones futuras para pagar sus propios desafueros fiscales.

### **3. Efecto sobre el mercado laboral**

El aumento en la tasa, el monto y la base de cotización le inyecta liquidez al sistema pensional, pero genera problemas en el mercado laboral a partir de 2004.

Las nuevas condiciones pensionales incrementan los costos de contratación no salariales de la mano de obra, lo cual puede reducir ligeramente la demanda de empleo e incluso hacer que los empresarios reaccionen en menor medida a las bajas en los salarios reales o a mejores expectativas de ventas futuras.

Este efecto puede además tener una conexión inversa con el sistema pensional. Si el aumento de costos de la mano de obra induce una informalización adicional del empleo, se puede reducir aún más el número de cotizantes a pensiones y se amenaza de nuevo su estabilidad financiera. No sobra recordar que las personas clasificadas por el Dane como empleados 'por cuenta propia', que se asimilan en muchos casos a trabajadores informales, en diciembre fueron el 34,7% del total de ocupados en el país, mientras que fueron el 33,6% en 2000 y el 25,3% en 1991.

Si no se amplía la base de cotizantes al régimen de prima media, de manera que se pueda reducir la cotización en el futuro, o si no se compensa su

aumento con bajas en otros costos laborales como los aportes parafiscales, las generaciones futuras pagarán con desempleo los excesos fiscales de las generaciones actuales.

### **4. Lo que falta**

El avance más significativo de la reforma pensional de 2003 lo constituye sin duda la incorporación de todos los ciudadanos colombianos al Régimen General de Pensiones. Sin embargo, aspectos importantes como la eliminación de los Regímenes Especiales y la prohibición de incluir temas pensionales en las convenciones colectivas dependen de la aprobación del artículo 8 del Referendo.

En síntesis, la reforma avanzó en la dirección de recortar el problema fiscal del régimen de prima media en pensiones, pero al no modificar el déficit ya causado ni cambiar de forma más drástica las edades de jubilación, se mantuvo un desequilibrio fiscal que reaparecerá en 2005 y uno de caja del ISS que se verá de nuevo en 2007.

Por ello, todavía se debe actuar en algunos frentes. Se deben modificar por ejemplo, las normas que impiden ampliar la cobertura para incorporar a los informales urbanos. También sería muy valioso avanzar en el marchitamiento del régimen de prima media, que tiene además de dificultades financieras, problemas de riesgo moral.

Se debería reabrir el debate, que por trillado no deja de ser importante, sobre la reducción de los parafiscales como medida que ayude a compensar el efecto del alza en el costo de la mano de obra.

### **C. Referendo**

El ajuste fiscal, además de realizarse por el lado de un aumento de los ingresos también debe ir acompa-

ñado por reducciones de gasto. que sin duda enfrentan mayores dificultades dado el carácter inflexible del Presupuesto Nacional.

El Congreso de la República aprobó el texto de referendo que consiste en 19 preguntas y se espera que sea votado por los colombianos durante el segundo semestre del año en curso. Las principales iniciativas del referendo con impacto fiscal son las siguientes:

El congelamiento del gasto público en términos nominales por dos años en los niveles Central, Descentralizado y Entidades Territoriales, e incluyendo los salarios y pensiones mayores a 2 salarios mínimos legales. Se exceptúa el Sistema General de Participaciones Territoriales, así como el pago de nuevas pensiones y cotizaciones a la seguridad social. El ahorro en las Entidades Territoriales debe destinarse al Fondo de Pensiones de Entidades Territoriales (Fonpet), al Fondo de Prestaciones Sociales del Magisterio y a cubrir el pasivo pensional del sector salud. Esta medida ahorra en total \$600mm en 2003.

El desmonte gradual de los Regímenes Pensionales Especiales. Con la aprobación de esta iniciativa se busca incorporar en 5 años al Sistema General de Pensiones a los funcionarios del Congreso, Telecom, Altas Cortes y los Maestros. De esta manera, sus pensiones no podrán superar los 25 salarios mínimos legales (similar a lo establecido en la Reforma). Vale anotar que dichos Regímenes Especiales le cuestan al gobierno 1% del PIB por año, y, por lo tanto, su desmonte reduciría las obligaciones pensionales entre 5% y 10% por año. No obstante, se mantienen los privilegios a las Fuerzas Militares y la Policía Nacional, por ser considerados profesionales de alto riesgo.

Adicionalmente, otras iniciativas del referendo generarían un ahorro fiscal, como el redireccionamiento de las regalías indirectas (Fondo Nacional de Regalías) hacia cobertura en educación, saneamiento básico y Fonpet; la eliminación de auxilios parlamentarios; la supresión de personerías y asignación de sus funciones a la Procuraduría General de la Nación y la Defensoría del Pueblo; y finalmente la reducción del tamaño del Congreso.

## 1. Impacto fiscal

Con la aprobación del referendo se espera un ahorro de \$1,5 billones ( 0,7% del PIB) para 2003 y de \$1,3 billones (0,6% del PIB) para 2004 (Cuadro 8). El ahorro más significativo es el proyectado para el Presupuesto General de la Nación que corresponde a 47% del total de la reforma para 2003 y se calcula en \$738 mm en 2003 y \$599mm en 2004. Los gastos de personal, gastos generales y transferencias son los principales contribuyentes a este ahorro. En lo relacionado al sector de Seguridad Social y regionales se espera un ahorro de \$406mm en 2003 y \$364mm en 2004, que corresponde al menor crecimiento de los gastos de funcionamiento de los departamentos, distritos y municipios (Cuadro 8).

**Cuadro 8. AHORROS REFERENDO 2003-2004**  
(\$ miles de millones)

Concepto	Ahorro	
	2003 IPC 5%	2004 IPC 4%
Presupuesto General de la Nación	738	599
Regionales Seguridad social	406	364
Empresas industriales y comerciales del Estado	395	340
Total % del PIB	1.538 0,7	1303 0,6

Fuente: Ministerio de Hacienda.



## 2. Panorama de aceptación

Las encuestas preliminares de opinión muestran un descenso en la intención de voto del referendo por parte de los colombianos. En noviembre de 2002, 41% del electorado participaría en el referendo, del cual 70% votaría a favor. En enero de 2003 este porcentaje se redujo a 31%, aunque aún es superior al 25% requerido para su ejecución.

### D. Comentarios finales

Como se vio, con la aprobación de las reformas, y a pesar de los problemas que presenta cada una de ellas, se sentaron las bases para la corrección de la crítica situación fiscal y de la sostenibilidad de la deuda y con ello para la recuperación gradual de la economía.

No obstante, aún existen dificultades en especial en lo relacionado con el referendo, ya que el mismo contribuye con cerca del 40% del ajuste en el corto plazo. Quizás por esto aún persiste la incertidumbre en los mercados tanto internos como externos. En el mercado interno, la incertidumbre se ha manifestado en el comportamiento de las tasas de interés de la deuda (TES) aún elevadas especial-

mente para los títulos de largo plazo y de los plazos de los títulos subastados (la mayoría a uno y dos años). En el mercado externo, los *spreads* aún son altos, e incluso con una tendencia alcista reciente.

En caso de no ser aprobado, en el acuerdo con el FMI se ha establecido un plan de contingencia que consiste en la adopción de otras medidas por parte del gobierno para reducir gastos, entre ellas a través de Reformas Constitucionales y de nuevas leyes, el aumento de impuestos, el uso temporal los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAEP (que hoy asciende a 1,5% del PIB) y la emisión de bonos de largo plazo en términos condicionales.

Sin embargo, realizar un ajuste de las magnitudes requeridas sería difícil sin el referendo, pues primero, la aprobación de Reformas Constitucionales por parte del Congreso tardaría por lo menos un año (se requieren dos vueltas); segundo, el gobierno hoy tiene discreción sobre sólo el 10%-15% de los gastos totales (en su mayoría gastos de capital); y tercero, el aumento de impuestos después de pocos meses de haber sido aprobada una reforma tributaria profunda atentaría sin duda contra la recuperación en el corto plazo.