

Análisis Coyuntural

Inseguridad, violencia y actividad económica

Jesús Antonio Bejarano

Identificación de un modelo ARIMA cuando existen observaciones faltantes

Elkin Castaño

Valoración contingente para la creación de la reserva "Shangri-la", en la VIII región

Arcadio Cerda

Mercedes Riofrio

Fernando Vial

El dinero en el modelo Arrow-Debreu bajo incertidumbre

Francisco Lozano Gerena

Sergio Monsalve Gómez

Edgar Villa Pérez

Necesidad e importancia de las matemáticas en las Ciencias Económicas

Juan A. Viedma Castaño

Indicadores

Reseñas

LECTURAS DE ECONOMIA

**Departamento de Economía
Centro de Investigaciones Económicas -CIE-
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Antioquia**

47

Julio-Diciembre 1997

CORRESPONDENCIA, CANJE Y SUSCRIPCIONES

Lecturas de Economía. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia.
Apartado 1226. Teléfonos : 210 58 42 y 210 58 44. Fax : (574) 233 12 49
Medellín. Colombia. Suramérica.

Análisis Coyuntural

I. LA COYUNTURA FISCAL

A. Consideraciones generales

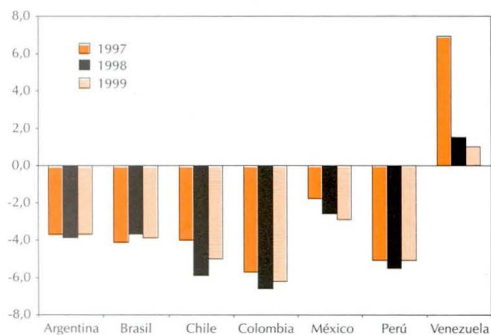
Es un hecho que la economía colombiana está atravesando por una situación crítica. La presión que el desequilibrio de las finanzas públicas ha generado sobre el financiamiento doméstico y el ataque especulativo que se ha dado contra el peso a lo largo de este año han causado un incremento en las tasas de interés, que ha afectado negativamente la demanda y ha puesto en serios aprietos al sistema financiero.

El principal problema que enfrenta la economía colombiana en la actualidad es el desequilibrio de dos de sus variables fundamentales: las finanzas públicas y las cuentas externas. En efecto, para 1998 se estima que, incluso después del ajuste fiscal, el déficit del sector público consolidado pasará de 3,8% del PIB a 3,3% y el déficit del Gobierno Central se reducirá de 5,2% del PIB a 4,8%. Por su parte, el desbalance externo alcanzará un nivel de 6% del PIB.

Como se observa en los Gráficos 1 y 2, Colombia sobresale entre los países grandes de América Latina como el país que tendrá este año el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos más alto y, después de Brasil, como la economía con un mayor déficit en sus cuentas fiscales.

Esta precaria situación de la economía colombiana se torna más dramática a la luz de los recientes desarrollos de la crisis financiera mundial. Por una parte, la situación financiera internacional ha obligado a la mayoría de las economías emergentes a devaluar sus monedas con el consecuente efecto que esto tiene, en particular para las exportaciones colombianas. Por otra parte, los signos de recesión que ya se empiezan a percibir como resultado del colapso de la economía rusa y la crisis de los países asiáticos, llevan a prever una caída sustancial en los precios de productos básicos como el café y el petróleo. Adicionalmente, la implicación más importante de la crisis mundial es que las condiciones de acceso a crédito externo serán cada vez más difíciles.

Gráfico 1. CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS



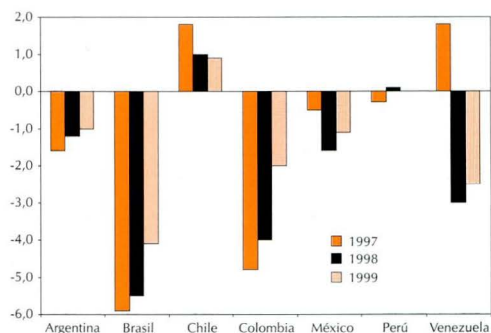
Fuente: Cepal y Banco Mundial.

En estas condiciones, las autoridades económicas colombianas enfrentan un serio desafío: corregir los desbalances fiscal y externo, y al mismo tiempo hacer frente a los efectos negativos de la crisis financiera internacional sobre la economía.

Este documento se concentra, en particular, sobre el análisis de la coyuntura fiscal, teniendo en cuenta su importancia para el desempeño futuro de la economía colombiana. Sólo a través de esta vía podrá bajar el nivel de la tasa de interés, con el consecuente efecto positivo sobre la actividad económica, podrá traducirse en una devaluación real la reciente devaluación nominal, y se neutralizarán los ataques especulativos contra el peso.

El ajuste fiscal propuesto por el gobierno, que se discutirá en las siguientes secciones, podría resumirse en los siguientes términos. En primer lugar, el paquete de reformas se compone de un programa de corto plazo, que comprende las medidas que reducirán el déficit en 1998, de un paquete de medidas de mediano plazo que corregirán el desbalance para 1999, y de las llamadas "reformas complementarias". En segundo lugar, el ajuste se da fundamentalmente a través de los cambios en las cuentas

Gráfico 2. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO



Fuente: Cepal y Banco Mundial.

fiscales del gobierno central. Finalmente, la mayor parte del ajuste se hace vía mayores ingresos y sólo marginalmente vía reducciones en el gasto público. Este último hecho reviste especial importancia en la medida en que algunos economistas consideran que es el gasto (y no el déficit) la variable relevante tanto para el análisis del crecimiento económico como para el de la evolución de la tasa de cambio.

El ajuste propuesto para 1998 es relativamente menor (0,39% del PIB) y comprende principalmente un recorte en gastos del Gobierno Central que asciende a 0,22% del PIB. El ajuste propuesto para 1999, consistente en una reducción del déficit del Gobierno Central de 1,3% del PIB, se da principalmente vía mayores ingresos tributarios (0,98% del PIB) y en menor medida a través de un recorte del gasto. El proyecto de reforma tributaria presentado inicialmente al Congreso proponía que estos mayores recaudos para 1999 se generaran a través de cambios en el IVA, pero posteriormente la propuesta ha sido objeto de varias modificaciones. En efecto, la primera de estas modificaciones determinó que los mayores ingresos provendrían de impuestos directos (al patrimonio y renta), los cuales

generarían aproximadamente 0,82% del PIB, y sólo en forma marginal se derivarían de modificaciones al IVA. Dada la oposición que generó en particular el impuesto al patrimonio, el proyecto ha vuelto a considerar la emisión de bonos para sustituir un tributo de esta naturaleza.

B. El escenario fiscal

El escenario en materia fiscal es cada vez más complejo por la confluencia de dos factores: el carácter estructural del desequilibrio de las finanzas públicas colombianas y la existencia de serias dificultades para financiar este desequilibrio.

El problema estructural de las finanzas públicas se deriva, por una parte, del hecho de que durante esta década la economía colombiana ha pasado por un proceso en el que el gasto público ha aumentado de manera importante, mientras el recaudo tributario no lo ha hecho al mismo ritmo. En efecto, de acuerdo con cifras del gobierno, entre 1991 y 1997 el gasto total del Gobierno Nacional se incrementó en 6,4 puntos del PIB, mientras los ingresos sólo aumentaron 2 puntos del PIB.

Por otra parte, el sistema fiscal no está orientado a racionalizar el gasto público de acuerdo con la restricción presupuestal que imponen los ingresos y no tiene en cuenta criterios de estabilidad macroeconómica para diseñar el presupuesto nacional, tal y como lo destaca el informe de la Comisión de Racionalización del Gasto Público.

Adicionalmente, el sistema fiscal adolece de la falta de un control estricto de las cuentas de los gobiernos regionales y locales, así como de una estimación exacta de la deuda total que el gobierno tiene por concepto de seguridad social con los funcionarios públicos, especialmente en materia pensional. Este hecho ha llevado a muchos analistas a

establecer que, de contabilizarse correctamente estos rubros, el déficit fiscal se ampliaría por lo menos en un punto del PIB. Atendiendo estas observaciones, el desequilibrio de las finanzas públicas consolidadas ascendería aproximadamente a 4.5% del PIB, mientras el gobierno estima un déficit cercano a 3.3% del PIB.

Sin embargo, los documentos del Consejo Superior de Política Fiscal establecen que las estimaciones oficiales actuales de déficit fiscal incluyen la revisión del balance fiscal de las entidades territoriales, a través de la utilización de su financiamiento neto como variable proxy, y no de la ejecución presupuestal que había ocasionado serias deficiencias en la información¹. En estas condiciones, sólo quedaría por precisar la deuda que el gobierno tiene por concepto de seguridad social, la cual según algunos expertos no es despreciable. Con todo, a pesar de la consideración que hace el gobierno sobre la inclusión de las finanzas regionales en sus cálculos de déficit fiscal todavía algunos analistas siguen estimando que la deuda pensional puede incrementar el déficit por lo menos en un punto del PIB.

No obstante, el aspecto más relevante de este debate radica en el hecho de que, una estimación más exacta del déficit fiscal implicaría que para lograr su reducción a los niveles propuestos por el gobierno (2% del PIB), sería necesario un ajuste más ambicioso, ya no de 1.3% del PIB sino de 2,5% del PIB. Aunque no disponemos de la información para realizar un análisis a fondo de este problema, si es necesario tener en cuenta que este es un punto que debe incluirse hacia el futuro en el debate técnico en materia fiscal.

¹ Véase Confis (1998). Medidas de Ajuste Fiscal para el Segundo Semestre de 1998. Documento Asesores 12/98.

A continuación se presenta un breve análisis de los tres aspectos más relevantes de la coyuntura fiscal: el gasto público, el programa de ajuste de las finanzas públicas planteado por el gobierno y el financiamiento del déficit fiscal. Con base en este análisis en la siguiente sección se trata de responder la pregunta de qué se puede esperar del ajuste fiscal. En este caso el déficit fiscal debería reducirse por lo menos a un nivel de 1,5% del PIB.

1. El gasto público

El crecimiento sostenido de los gastos del gobierno que se ha dado a partir de 1994 es el resultado en buena medida del cumplimiento de compromisos establecidos en la Constitución Política de 1991. Entre estos compromisos se destacan los derivados de las transferencias territoriales, los que tienen que ver con la reforma al sistema de seguridad social, seguidos por la creación de nuevas instituciones públicas y la obligación de realizar una nivelación salarial de los trabajadores del sector justicia y de las fuerzas armadas. Asimismo, el pago de subsidios a los servicios públicos con cargo al presupuesto del gobierno nacional y la obligación de gastar un

porcentaje de los ingresos por concepto de IVA en inversión social también contribuyeron a incrementar el gasto del gobierno. Se estima que, para 1998, estos compromisos representan un incremento del gasto de 3,5% del PIB respecto a la situación que existía en 1991 (Cuadro 1).

Por el lado del financiamiento, la situación también se ha venido haciendo más dramática en los últimos años. En efecto, el pago de intereses por parte del gobierno creció 0,9 puntos del PIB entre 1991 y 1997. El impacto del creciente gasto del gobierno sobre la disponibilidad de recursos financieros en la economía ha sido particularmente negativo. La financiación del gasto del gobierno ha afectado la disponibilidad de crédito en la economía causando un desplazamiento del sector privado, o lo que en teoría económica se conoce como crowding out. Este hecho ha contribuido a presionar al alza las tasas de interés con lo cual no sólo se ha afectado el ritmo de actividad económica, sino que se han encarecido las fuentes de financiamiento doméstico del gobierno. Por otra parte, al encarecimiento de las fuentes de financiación domésticas se ha sumado la restricción al acceso a recursos de crédito externo

Cuadro 1. PRINCIPALES FUENTES DE CRECIMIENTO DEL GASTO DERIVADAS DE LA CONSTITUCION Y DE NORMAS REGLAMENTARIAS (% del PIB)

Rubro	Norma	Año base de comparación	Gasto como % del PIB		
			Año base	1998	Diferencia
Transferencias territoriales	Constitución de 1991 y Ley 60/93	1991	3,0	4,5	1,5
Creación de nuevas instituciones	Constitución de 1991	1991	0,0	0,5	0,5
Nivelación salarial	Ley 4 de 1992	1992	0,0	0,5	0,5
Seguridad social	Ley 100 de 1993	1993	0,0	0,7	0,7
Subsidios a servicios públicos	Leyes 142 y 143 de 1994	1994	0,0	0,1	0,1
IVA social	Ley 223 de 1995	1995	0,0	0,2	0,2
Total			3,0	6,5	3,5

Fuente: Confís.

como resultado de la crisis financiera internacional. Como ya se mencionó, el entorno financiero internacional se ha tornado cada vez más complejo, en la medida en que la crisis de los países asiáticos y el derrumbe de Rusia han impuesto serias restricciones a las economías en desarrollo para acceder a recursos de financiación internacionales.

En estas condiciones, el gobierno enfrenta un serio desafío en materia fiscal. En el corto plazo debe garantizar la financiación del déficit en un contexto en el que la disponibilidad de recursos es limitada. Por otro lado, el desafío más importante es el de mediano plazo y es crear las condiciones que permitan corregir las causas estructurales del déficit fiscal.

2. El programa de ajuste fiscal

El gobierno ha diseñado un programa de ajuste que, por su magnitud, contempla acciones de corto y mediano plazo, así como una serie de reformas que se han denominado complementarias.

El ajuste de corto de plazo comprende las medidas que se han adoptado desde el inicio de este gobierno y que están encaminadas a reducir el déficit del Gobierno Central previsto para 1998 de 5,2% del PIB, nivel estimado antes del ajuste, a 4,8% del PIB. El déficit del sector público consolidado para 1998 pasaría de 3,8%, nivel estimado antes del ajuste, a 3,3% del PIB (Cuadro 2).

Entre estas medidas se destacan, un recorte en pagos del Gobierno Central por \$300.000 millones (0,22 del PIB), el refuerzo al programa de gestión de la DIAN que permitirá incrementar los recaudos tributarios, el incremento en el precio de la gasolina y la reducción de la emisión de CERT. Por concepto de estos últimos tres rubros se generarían aproximadamente \$227.000 millones de pesos (0,17 del PIB). Adicionalmente, para complementar los recor-

Cuadro 2. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO SIN PRIVATIZACIONES (% del PIB)

	Gobierno central	Sector público no financiero
1997	3,96	3,67
1998 antes del ajuste	5,18	3,83
Ajuste fiscal	0,39	0,51
1998 después del ajuste	4,79	3,32
1999	3,49	2,07

Fuente: Confis.

tes en pagos, el gobierno realizó un recorte presupuestal de \$875.0000 millones.

Las medidas de mediano plazo se concentran principalmente en un recorte considerable en los gastos (principalmente de inversión) y en la generación de mayores ingresos tributarios en 1999, dadas las limitaciones que existen para realizar mayores recortes en gastos de funcionamiento por las obligaciones constitucionales y legales mencionadas. Para 1999 el gobierno espera reducir el déficit del Gobierno Central de 4,8% a 3,5% del PIB y el del sector público consolidado de 3,3% a 2,1% del PIB.

Como ya se mencionó, la reducción neta del gasto para 1999 no es tan importante. En efecto, el gobierno revisó en septiembre las cifras del plan financiero de 1999 para que se reflejaran las mayores obligaciones de gastos. Esto determinó que casi la mitad de lo que se está proponiendo recortar por el lado del gasto para el año próximo se verá neutralizado por un nivel similar de erogaciones. El ajuste de mediano plazo se concentra en un recorte de gasto de \$906.600 millones (0,58 del PIB), de los cuales \$783.000 millones (0,5 del PIB) corresponde a gastos de inversión. Sin embargo, el gobierno estima que en 1999 los pagos totales se incrementarán en \$464.237 millones de pesos (0,3 del PIB) adi-

cionales a lo que se tenía estimado en el Plan Financiero para ese año, como resultado de mayores pagos tanto por concepto de intereses de deuda externa como por intereses de deuda interna.

Por el lado de los ingresos, el gobierno presentó al Congreso un proyecto de reforma tributaria a través del cual espera recaudar \$1,5 billones (0,98 del PIB). Inicialmente, este proyecto contemplaba principalmente la ampliación de la base gravable del IVA y la reducción de la tarifa a 15%, la extensión del impuesto de renta a cajas de compensación, fondos de empleados y asociaciones gremiales, y la adopción de medidas para mejorar el control y atacar la evasión.

El gobierno esperaba generar en 1999 \$1,1 billones (0,7 del PIB) por concepto de la reforma al IVA y estimaba que obtendría nuevamente recursos adicionales por aproximadamente \$434.000 millones (0,28 del PIB) como resultado de una gestión más eficiente de la DIAN y de la reducción de la emisión de CERT.

Sin embargo, posteriormente el proyecto de reforma tributaria para 1999 fue modificado buscando generar más recursos a través de impuestos directos y no de impuestos indirectos como el IVA, lo cual tendría un efecto regresivo. En este orden de ideas, el gobierno decidió excluir del IVA algunos productos de la canasta familiar y cobrar una tarifa diferencial a otro grupo de productos que no estaban gravados con este impuesto. Para compensar los ingresos que se esperaba obtener por este concepto, se elimina la exención de 30% que tenían los salarios superiores a los 40 salarios mínimos para el impuesto de renta y se crea un impuesto sobre el patrimonio que se cobrará una sola vez y se destinará a financiar el proceso de paz, como se verá más adelante. Adicionalmente, se espera recaudar recursos adicionales por concepto de sobretasa a

la gasolina. Por estos tres conceptos se espera recaudar \$840.000 millones.

A la fecha en que se elaboró este documento, el proyecto de reforma tributaria fue nuevamente modificado como resultado de la oposición que generó, en particular, la eventual creación de un impuesto al patrimonio. Esta propuesta y la de eliminar la exención que tenían los salarios superiores a 40 salarios mínimos, fueron retiradas del proyecto. El gobierno espera entonces crear un mecanismo de financiamiento a través de los denominados "bonos de paz", como se verá más adelante.

El gobierno mantiene las metas planteadas inicialmente: reducir el déficit del Gobierno Central de 4,8% en 1998 a 3,5% del PIB en 1999 y disminuir el déficit del sector público consolidado de 3,3% en 1998 a 2,1% del PIB en 1999. Según el gobierno, con este nivel de déficit, las finanzas públicas se ajustarían a las restricciones financieras previstas para 1999. Sin embargo, el problema de financiamiento se ha convertido ahora en el aspecto más complejo de la situación fiscal por las razones ya mencionadas: la restricción de liquidez doméstica y la crisis financiera internacional. En la próxima sección se analiza en detalle este punto.

En cuanto a las reformas complementarias, el gobierno ha diseñado un paquete que incluye, en particular, una reforma al estatuto orgánico del presupuesto, el fortalecimiento de los fiscos territoriales, la emisión de bonos de paz y la constitución de un fondo destinado a cubrir el pasivo pensional de las entidades territoriales. Estos temas han sido incluidos en los proyectos de ley que el gobierno sometió a consideración del Congreso de la República en septiembre pasado.

La reforma al estatuto orgánico del presupuesto está encaminada, principalmente, a lograr una es-

trecha relación entre el Plan de Desarrollo y el presupuesto, y a concentrar los recursos de la Nación en la Dirección General del Tesoro para garantizar transparencia y eficiencia. Para fortalecer los fiscos territoriales se propone, en particular, crear un Estatuto de Impuestos Territoriales y dar mayor autonomía a los gobiernos locales para establecer tasas y contribuciones.

Como se vio, el mecanismo de los bonos de paz fue recientemente incluido de nuevo el proyecto de reforma tributaria para sustituir el impuesto al patrimonio. Los bonos se destinarán a financiar los gastos relacionados con el tema de la paz. Con esta modificación al proyecto de reforma tributaria los bonos de paz se constituirán en un mecanismo de financiación sobre el que se reconocerá el 80% del IPC como interés.

El principal inconveniente que tenía el impuesto sobre el patrimonio es que no consulta la realidad de lo que sucederá con las utilidades de las distintas actividades productivas en un escenario de recesión, como el que se está dando actualmente. De hecho, este es un gravamen que ha sido desmontado en la mayoría de países del mundo por consideraciones técnicas pues no guarda relación con las utilidades.

Sin embargo, a pesar de que se ha vuelto al esquema de los bonos de paz, todavía subsiste el problema de que, no existe claridad sobre cuáles serán los mecanismos de control que garanticen que esos recursos se destinarán efectivamente a financiar gastos relacionados con el proceso de paz, y que no financiarán mayores niveles de gasto por otros conceptos.

Finalmente, el programa de ajuste del gobierno contempla para una etapa posterior realizar reformas en las siguientes áreas: inclusión de criterios de distribución de transferencias territoriales que ten-

gan en cuenta las necesidades efectivas de las regiones en materia de educación y salud básica, mediante el establecimiento de un sistema de capitalización o costeo estandarizado, es decir por usuario potencial; reasignación de los recursos del Fondo Nacional de Regalías para la construcción y mantenimiento de la red vial secundaria; reorganización de las finanzas de las universidades públicas a través de la creación de un fondo de becas que reciba los aportes de la Nación destinado a dar apoyo a la educación a través del Ictex o de Findeter.

3. El problema de financiamiento del déficit

Como se mencionó, en la coyuntura actual el problema más serio que enfrenta el gobierno es la financiación del déficit fiscal para 1999. Tal y como lo manifestó el gobierno al Congreso en septiembre pasado, el proyecto de presupuesto para 1999 adolece de fallas estructurales en su financiamiento por el cambio que se ha registrado en las condiciones de financiación doméstica e internacional en los últimos meses². Adicionalmente, si el proyecto de reforma tributaria y la emisión de bonos sufre modificaciones sustanciales en su paso por el Congreso, no se generarán los recursos que se han estimado y el problema de financiación obligaría a realizar recortes de gasto adicionales.

En efecto, el presupuesto para 1999 que fue presentado inicialmente al Congreso tenía necesidades de financiamiento por \$15.035 miles de millones de pesos, que era el monto del desbalance entre los ingresos y los egresos del presupuesto nacional. La mayor parte de los recursos de financiación correspondía a bonos externos e internos, y en menor medida a recursos derivados de la venta de activos

² Carta dirigida en septiembre 11 de 1998 al Presidente de la Comisión Tercera del Senado de la República por el Ministro de Hacienda y el Director del departamento Nacional de Planeación.

públicos. En la coyuntura actual no parece viable que se puedan conseguir los recursos de financiación estimados inicialmente. Por una parte, el monto de privatizaciones previsto para 1999 ha tenido que reducirse ante la posibilidad de que algunas empresas no puedan venderse. Por otra parte, el cambio en las condiciones internacionales, con el consecuente aumento en las tasas de interés internacionales a las cuales consiguen préstamos los países emergentes, y la devaluación que sufrió el peso en septiembre han aumentado el servicio de la deuda externa. Adicionalmente, la restricción de liquidez en el mercado doméstico ha aumentado el costo y la rotación de los bonos internos. Estos hechos han generado una disminución en el financiamiento del presupuesto para 1999 que el gobierno estima en cerca de \$3.220 miles de millones.

Para las operaciones efectivas del Gobierno Central se espera conseguir recursos de financiamiento en

1999 por un valor cercano a \$5.843 miles de millones. De estos recursos, \$2.206 miles de millones corresponden a crédito externo, \$952 miles de millones provendrán de crédito interno y \$1.885 se obtendrán por concepto de privatizaciones, de las cuales las más importantes son la venta de acciones de ISAGEN y ISA (Cuadro 3).

Para obtener los recursos externos, el gobierno estima un nivel de desembolsos de \$3.835 miles de millones, de los cuales casi el 80% se obtendrá de la colocación de bonos (\$3.035 miles de millones) y el resto provendrá de la obtención de créditos sindicados (\$800 miles de millones). Las amortizaciones ascenderán a \$1.629 miles de millones.

En el mercado doméstico el gobierno esperaba obtener desembolsos por \$8.273 miles de millones que correspondían a la colocación de \$7.782 miles de millones en TES y a \$491 miles de millones por

Cuadro 3. FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO NACIONAL

	1997 \$ miles de millones	1998 \$ miles de millones	1999 US\$ millones	1999 \$ miles de millones
Financiamiento	4.503,9	6.691,8	2.449,8	5.842,6
Crédito externo neto	1.083,8	2.573,4	1.349,8	2.206,3
Desembolsos	1.889,5	3.635,3	2.274,5	3.834,9
Bonos externos	1.327,0	2.988,9	1.800,0	3.034,8
Tradicional	562,5	646,4	474,5	800,1
Amortizaciones	805,7	1.061,9	924,7	1.628,6
Crédito interno neto	3.517,2	3.477,5		951,5
Desembolsos	6.918,9	7.306,3		8.272,8
TES	6.505,0	6.796,7		7.781,6
Bonos de paz	0,0	0,0		491,2
Bonos de seguridad	383,9	15,8		
Otros	30,0	493,8		
Amortizaciones	3.401,7	3.828,8		7.321,3
Privatizaciones	429,8	0,0	1.100,0	1.884,6
Otros recursos	-526,9	640,9		800,2

Fuente: Confis.

concepto de bonos de paz (los cuales ahora dejarán de ser financiamiento y se constituirán en ingresos corrientes). Las amortizaciones de crédito doméstico para 1999 ascienden a \$7.300 miles de millones.

La posibilidad de que el gobierno logre cumplir las metas de financiamiento mencionadas depende de las condiciones del mercado financiero internacional y de la liquidez en el mercado interno. Aunque el gobierno consiguió en su visita a Estados Unidos préstamos con la banca multilateral por aproximadamente US\$ 2.200, se estima que de esta cifra US\$1.500 millones corresponden a recursos nuevos los cuales no alcanzan para cubrir las necesidades de desembolsos que tiene el Gobierno Central para 1999, como se observa en el Cuadro 3. Esto hace más apremiante la necesidad de realizar las privatizaciones previstas por cerca de US\$1000 millones, lo cual no es fácil en un ambiente como el que rodea a las economías emergentes en la actualidad. Adicionalmente, en este análisis sólo se está teniendo en cuenta la financiación del gobierno central y no se están considerando los recursos que se necesitan para financiar la balanza de pagos, en particular, el servicio de la deuda externa pública y privada y el comercio exterior.

Por el lado del mercado interno, para nadie es un secreto que la restricción de liquidez que experimenta la economía ha elevado el costo financiero de los recursos y genera reservas sobre la posibilidad de que se logren las metas de financiamiento propuestas. De hecho, hasta septiembre el gobierno sólo había podido cumplir el 59% del programa de financiación a través de subastas de TES.

C. ¿Qué se puede esperar del ajuste fiscal?

La coyuntura fiscal actual plantea por lo menos cuatro interrogantes. El primero se relaciona con el hecho de si el ajuste fiscal planteado por el gobierno es suficiente para reducir el déficit y permite crear

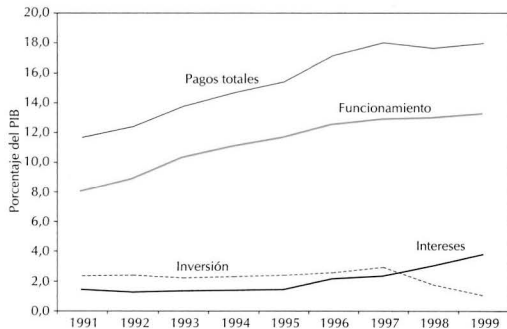
las condiciones para restablecer el equilibrio fiscal en el mediano plazo. El segundo tiene que ver con la posibilidad real de llevar a cabo un ajuste de las finanzas públicas como el que está planteando el gobierno en un escenario de bajo o prácticamente nulo crecimiento de la economía en 1999. El tercer interrogante hace referencia a si el gobierno está siendo demasiado optimista al considerar, por una parte, que logrará aumentar sustancialmente la eficiencia en el recaudo tributario y, por otra, que logrará que el Congreso apruebe buena parte de la reforma tributaria que ha presentado a su consideración. Finalmente, el cuarto interrogante tiene que ver con la factibilidad de que el gobierno pueda obtener la financiación que espera tanto en el mercado externo como en el mercado doméstico.

El paquete fiscal presentado por el gobierno al Congreso contiene propuestas muy positivas, en particular para mejorar el recaudo tributario y corregir algunas de los problemas estructurales que están alimentando el déficit fiscal. Sin embargo, el programa de ajuste no es agresivo en materia de recorte del gasto y, adicionalmente, el gobierno puede pecar de optimista en cuanto a las metas de aumento de recaudo que ha fijado.

En efecto, como se observa en el gráfico el gasto del gobierno central para 1999 se mantiene en un nivel de 18% del PIB, similar al que se registró en 1998 (Gráfico 3). Por otro lado, el incremento en el recaudo puede no ser tan importante como se está previendo, entre otras razones porque el proyecto de reforma tributaria puede ser ampliamente modificado después de su paso por el Congreso.

Es un hecho que no debe desestimarse el proceso de aprobación de la reforma tributaria por parte del Congreso. La experiencia del pasado ha mostrado que en este proceso se presentan profundas modificaciones a las propuestas que presenta originalmente

Gráfico 3. GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL OPERACIONES EFECTIVAS



Fuente: Ministerio de Hacienda.

el ejecutivo. Por otra parte, el incremento del recaudo por concepto de IVA no parece suficiente para mejorar los ingresos tributarios. El gobierno estima que, con la reducción de la tarifa en un punto y la disminución de las exenciones, recaudará \$1,1 billones adicionales en 1999 lo cual representa aproximadamente 0,7% del PIB. Estimaciones realizadas con base en (Steiner y Soto, 1998) muestran que, con una reducción de la tarifa del IVA y una ampliación de la base gravable como las que ha planteado el gobierno, el incremento en el recaudo apenas alcanzaría 0,5 del PIB, asumiendo que se reduce la evasión. Si no se logra controlar sustancialmente la evasión el incremento en el recaudo sería apenas de 0,2% del PIB. Estas estimaciones tienen en cuenta la tendencia histórica que ha mostrado el recaudo por este concepto. En este sentido, la modificación que se hizo al proyecto de reforma tributaria en lo que tiene que ver con el IVA es más realista.

Otro aspecto importante que se debe tener en cuenta es la necesidad de que la reforma se apruebe antes de finalizar el año para que los nuevos ingresos tributarios puedan recaudarse efectivamente en 1999. Existe la alternativa de aprobar la reforma tributaria a través de la figura de la emergencia econó-

mica, lo cual sería conveniente para iniciar el ajuste fiscal de una vez por todas. Sin embargo, ésta sería una solución transitoria porque las medidas aprobadas mediante este mecanismo deben ser aprobadas posteriormente por el Congreso. En estas condiciones, es evidente que el país afronta una situación particularmente difícil que demanda un profundo compromiso del Congreso para facilitar la reducción del gasto y de todos los colombianos, en la medida en que es evidente la necesidad de que esta reforma tributaria salga del Congreso con una lista de exenciones mínima. De la decidida colaboración del sector privado y del Congreso dependerá el alcance del esfuerzo de ajuste fiscal del gobierno.

Es evidente que es poco factible que en una sola legislatura el Congreso pueda estudiar todos los aspectos que contempla el proyecto de ajuste fiscal que deben ser sometidos a su consideración, es decir tanto los de corto como los de mediano plazo y las reformas complementarias. No obstante, debe hacerse un esfuerzo para agilizar la implementación de las reformas complementarias incluidas en el programa de ajuste, las cuales corrigen problemas estructurales de las finanzas públicas. Sólo a través de esta vía se garantiza una reducción permanente del déficit, de lo contrario, en poco tiempo tendríamos que volver a buscar una corrección del creciente déficit fiscal a través de mayores impuestos y con mayores niveles de endeudamiento de la Nación. Dicho de otra manera, los recortes propuestos para 1999 no son sostenibles pues la mayoría de ellos consisten en recortes a la inversión, la cual no puede caer en forma permanente. El país necesitará nuevos proyectos de inversión en unos pocos años. Sólo si se ejecutan las propuestas de reformas complementarias y estructurales podrá el país disminuir el déficit y crecer sostenidamente.

Entre las reformas complementarias propuestas por el gobierno se destacan por su relevancia la sustitución

ción de los subsidios a la educación superior por esquemas de financiación directa a los estudiantes a través de Ictex o de Findeter, así como la introducción del esquema de capitación para asignar el gasto en salud y educación.

Adicionalmente, es necesario que estas medidas se complementen con otros aspectos que no han sido tenidos en cuenta. Entre estos últimos aspectos se destacan la profundización de la reforma pensional y la evaluación de la factibilidad de fusionar o acabar con una serie de entidades que han sido ineficientes en el desarrollo de sus labores o que realizan actividades que podrían ejecutarse mejor en manos del sector privado.

En el tema de la reforma pensional, en particular, es necesario que se defina el esquema de pensiones que puede asumir nuestra economía. Estudios recientes realizados por Fedesarrollo ponen en entredicho la sostenibilidad del sistema pensional de prima media y evidencian la necesidad de equilibrar las contribuciones y los beneficios que reciben los afiliados, tal y como lo dispuso la Ley 100 de 1993. Adicionalmente, otro aspecto de esta ley que hasta ahora no se ha cumplido es la eliminación de las funciones pensionales de las cajas públicas. Este hecho ha contribuido a incrementar los gastos del gobierno por concepto de deuda pensional. Por otro lado, se debe buscar flexibilizar el sistema de contratación laboral del sector público, en particular se debe difundir en el sector público el esquema de contratación tipo Ley 50.

Finalmente, no debe desestimarse el hecho de que el gobierno está haciendo sus proyecciones de ajuste fiscal con base en un nivel de crecimiento de la economía para 1999 de 2,5%. Fedesarrollo estima que el crecimiento de la economía para el año entrante puede oscilar entre 1% y 1,5% de acuerdo a diferentes escenarios, siendo la cifra más probable

1%. Algunos analistas hablan de un crecimiento de 0% para 1999. La principal implicación de la diferencia que existe entre los supuestos de crecimiento de la economía utilizados en las proyecciones oficiales del ajuste fiscal y las de Fedesarrollo y otros analistas, es que sería necesario un ajuste fiscal mayor para compensar las disminuciones en recaudo tributario derivadas de una caída sustancial en la actividad productiva. Adicionalmente, un menor nivel de recaudo incrementaría las necesidades de financiamiento del gobierno.

La principal conclusión que se puede sacar de este análisis es que todavía existe un alto grado de incertidumbre sobre lo que sucederá efectivamente con el ajuste fiscal. Por una parte, es un hecho que el gobierno debe realizar un ajuste de gasto mayor, teniendo en cuenta por una parte que esta es la variable que está generando el desbalance fiscal y que el recaudo no crecerá todo lo estimado, entre otras razones por un menor nivel de actividad productiva. Por otra parte, no existe certeza sobre cómo y cuándo se empezarán a dar las denominadas reformas complementarias que son las que contribuirán a corregir algunos de los problemas estructurales de las finanzas públicas. Mientras no exista certeza sobre lo que sucederá con las finanzas públicas será difícil acabar con las expectativas de devaluación y recuperar la confianza de los inversionistas extranjeros. En estas condiciones, no debe desestimarse la utilidad de que el país se someta a un programa del FMI lo cual daría suficiente credibilidad no sólo ante la comunidad financiera internacional sino en el ámbito doméstico.

II. TASA DE CAMBIO

Desde finales del año pasado y en lo que va corrido del presente año, el mercado cambiario se ha caracterizado por una fuerte devaluación del peso, en buena parte como consecuencia de un intenso

proceso especulativo acompañado de constantes ataques contra la banda cambiaria. Estos brotes especulativos han sido ocasionados en gran medida por la incertidumbre política y económica que ha reinado en el país, por un franco deterioro de la balanza de pagos y por la crisis internacional de los países del sudeste asiático y más recientemente de Rusia, cuyo principal impacto sobre Colombia se ha manifestado a través del mercado internacional de capitales. En las actuales circunstancias, las autoridades monetarias han ido perdiendo autonomía en el manejo de la tasa de interés, ya que ésta es ahora en buena medida determinada por las expectativas de devaluación y por la tasa de interés internacional.

La consecuencia directa de esta situación, reforzada por el elevado déficit fiscal, ha sido la intervención permanente por parte de las autoridades monetarias para defender la banda cambiaria. En particular, los instrumentos que han sido utilizados por el Banco de la República para tal propósito, se han concentrado en la venta de reservas internacionales y en el aumento de las tasas de interés. En materia de control de capitales, las medidas que se han adoptado han sido tímidas. Para propiciar la entrada de capitales al país, en el mes de enero se decidió reducir el depósito obligatorio para las operaciones de endeudamiento externo en sólo 5% (de 30% a 25%) y se recortó de 18 meses a 12 meses el período durante el cual este depósito debe mantenerse en el Banco de la República³. Sólo recientemente, a mediados de septiembre, se redujo nuevamente el monto del depósito de 25% a 10% y el plazo de 12 a 6 meses.

³ Resoluciones No. 1 de enero 30 de 1998 y No. 10 de septiembre 18 de 1998 de la Junta del Banco de la República. Adicionalmente, mediante la resolución de septiembre, se disminuyó el depósito por concepto de endeudamiento proveniente de la prefinanciación de exportaciones de 15% a 10%, a la vez que se eliminó el correspondiente a la financiación de importaciones.

Motivado por la importante caída en las reservas internacionales, por la crisis de liquidez que ha afectado fuertemente el sistema financiero, por el aumento desmesurado de las tasas de interés, en parte como consecuencia de las medidas adoptadas por el Emisor, por la crisis internacional que ha afectado de manera intensa el flujo de capitales hacia América Latina y, finalmente, debido al rezago cambiario que viene de años atrás, el 2 de septiembre del presente año la Junta Directiva del Banco de la República decidió adelantar la fijación de sus metas macroeconómicas para 1999 y con ellas desplazó hacia arriba la banda cambiaria en nueve puntos porcentuales manteniendo la pendiente del 13%.

Esta decisión ha sido objeto de una importante polémica en el país, ya que, mientras algunos analistas han considerado la medida como apropiada (en buena parte debido al rezago cambiario), otros la han percibido apresurada e insuficiente, e incluso los más radicales la tildan de inconveniente bajo todo punto de vista.

Dada la trascendencia del tema, en el presente informe tratamos de analizar en algún nivel de detalle la medida adoptada, tomando en consideración diferentes elementos que caracterizan el entorno económico, tales como el comportamiento de la tasa de cambio real en el país, el contexto internacional imperante en la actualidad y las demás condiciones macroeconómicas que hoy caracterizan la economía colombiana, principalmente los desequilibrios fiscal y en la cuenta corriente. Posteriormente, se evalúan los efectos de la medida adoptada sobre el mercado monetario y cambiario, haciendo énfasis en el comportamiento de las reservas internacionales, las tasas de interés y la tasa de cambio.

Finalmente, se exploran diferentes alternativas para manejar el actual problema cambiario colombiano,

haciendo énfasis en sus ventajas y en los costos que se derivan de su adopción. Dentro de las opciones, se mencionan el regreso a un esquema de *crawling peg*, el de libre flotación del tipo de cambio y el mantenimiento del actual sistema de bandas cambiarias.

En relación con este último tema, Fedesarrollo plantea que, por ahora, lo conveniente para el país es mantener sin modificaciones el actual sistema de bandas. Sin embargo, en el mediano plazo éste tendrá que abandonarse ya que, en momentos de crisis, resulta altamente costoso para un país sostener regímenes intermedios.

A. Evolución reciente del mercado cambiario colombiano

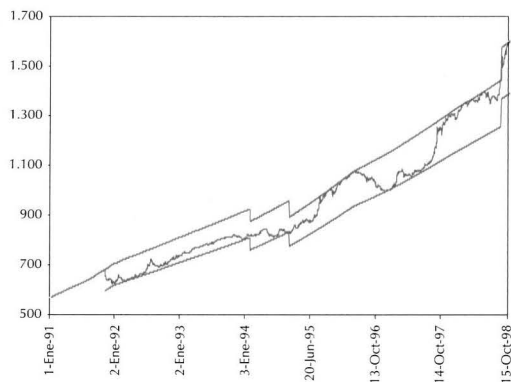
Colombia adoptó el régimen de *crawling peg* en 1967 y lo mantuvo hasta 1991, año a partir del cual se permitió una mayor flexibilidad del tipo de cambio. En la práctica, de ahí en adelante se operó bajo un sistema de banda implícita, pero fue sólo hasta mediados de 1994 que se adoptó explícitamente el sistema de bandas cambiarias móviles o *crawling bands*.

En términos muy generales, el régimen de banda cambiaria consiste en un esquema intermedio entre el tipo de cambio fijo y la libre flotación, en el cual el gobierno fija unos límites dentro de los cuales puede moverse libremente la tasa de cambio, y anuncia su decisión de intervenir para defenderlos en caso de ser necesario. Las bandas cambiarias están determinadas fundamentalmente por tres parámetros a saber, la paridad central que debe ser el reflejo de la tasa de cambio real de equilibrio, la amplitud que determina la magnitud en la cual puede moverse la tasa de cambio y la pendiente que establece el ritmo de aumento de la paridad central.

En Colombia, en 1994 la paridad de la banda se fijó a la tasa prevaleciente en el mercado, lo que implicó una revaluación de 5% frente a la banda implícita anterior, la amplitud se determinó en $\pm 7\%$ y la pendiente en 11%. La primera modificación de los parámetros tuvo lugar seis meses después, cuando el Banco de la República revaluó la banda en 7%, igualando la nueva paridad al límite inferior de la banda anterior e incrementando la pendiente a 13,5%. Desde entonces y hasta septiembre de 1998, no ocurrieron nuevos cambios en la paridad central y sólo se incrementó la pendiente de la banda en 15% en enero de 1997 (Gráfico 4).

Desde el primer desplazamiento ocurrido a finales de 1994, la tasa de cambio se mantuvo cerca del centro de la banda, proceso que duró hasta 1995 cuando el peso se depreció de manera significativa como consecuencia de la crisis política que vivió el país en dicho año. Sin embargo, en esta ocasión, la simple promesa del Banco de la República de intervenir en el margen fue suficiente para estabilizar el mercado cambiario. A partir de finales de dicho año, la tasa de cambio se apreció fuertemente y llegó a ubicarse cerca del piso de la banda, y fue

Gráfico 4. BANDA TASA DE CAMBIO



Fuente: Banco de la República.

sólo hasta el mes de septiembre de 1997 que se presentó nuevamente una fuerte devaluación del peso. En adelante, la tasa de cambio se ha mantenido cerca del techo de la banda y en ocasiones pegada del mismo, hasta el punto en que el Emisor ha tenido que actuar de manera decidida para defender el extremo superior, a través de mecanismos como la contracción de la liquidez del mercado y el consecuente aumento de las tasas de interés, y la utilización de reservas internacionales.

En materia de reservas internacionales, el impacto de la defensa de la banda ha sido bastante fuerte en el último año y se han perdido reservas por un valor cercano a US\$1,700 millones entre septiembre de 1997 y septiembre de 1998 (Gráfico 5). En cuanto a la liquidez, se observa que, después del incremento ocurrido prácticamente durante todo el año de 1997, desde finales del mismo año se presentó una fuerte caída tanto de la base monetaria como de los medios de pago (Gráfico 6): en lo corrido del presente año hasta el mes de septiembre, la disminución de la base monetaria frente al mismo período del año anterior fue de 14,9%, lo que contrasta con el

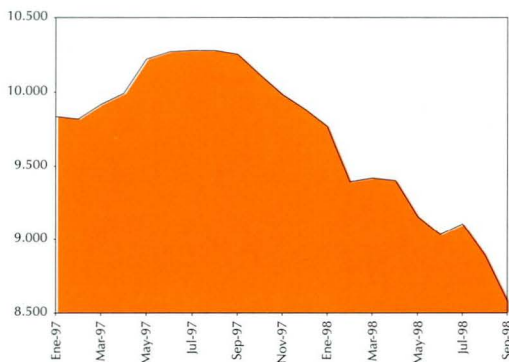
aumento de 25% en 1997 y, por su parte, los medios de pago han descendido en igual período 22,7%, frente al 21,7% de aumento en 1997. La consecuencia de esta situación de restricción de liquidez, ha sido un incremento desmesurado de las tasas de interés: las tasas promedio que se ubicaron en 1997 en 24,1% para las de captación y en 34,2% para las de colocación, pasaron a 35% y 47%, respectivamente, en septiembre de 1998 (Gráfico 7). Más aún, la tasa de los Repos ha sido en varias ocasiones mayor al 80% y la interbancaria superior al 60% (Gráfico 8).

B. Condiciones macroeconómicas imperantes en la economía colombiana

1. Déficit fiscal

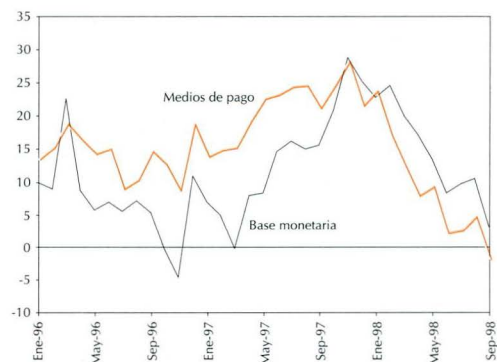
Como es bien sabido, desde hace ya varios años el balance fiscal del país se ha venido deteriorando de manera importante hasta alcanzar un déficit fiscal cercano al 3.3% del PIB como el que se espera para 1998, el más alto de América Latina después de Brasil (Gráfico 9). Debido a que existe una estrecha relación entre el déficit fiscal (especialmente el gas-

Gráfico 5. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (US\$ millones)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasa anual de crecimiento) Ene 96-sep 98



Fuente: Banco de la República.

to público) y el comportamiento de la tasa de cambio, la consecuencia directa del desbalance del Gobierno se ha visto reflejada en una mayor presión en el mercado cambiario en particular en el último año.

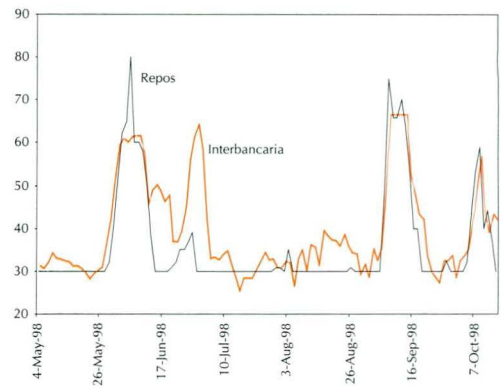
En primer lugar, la monetización del déficit conlleva a una mayor compra de divisas. Puesto que no existe total independencia entre las políticas monetaria y fiscal, el Banco Central monetiza parte del desequilibrio fiscal a través de la compra de bonos del Tesoro, lo cual implica inyectar mayor liquidez a la economía. Esto a su vez se traduce en mayores presiones en el mercado cambiario, máxime cuando en éste se presentan brotes especulativos importantes y ataques contra las reservas internacionales. En estos casos, surgen serios conflictos entre los objetivos de financiar el déficit y el de defender el mercado cambiario. En efecto, este ha sido el caso reciente en el país. La compra de TES (en el mercado secundario) por parte del Banco de la República para financiar parte del déficit del Gobierno, ha ido en la vía contraria del objetivo de reducir la oferta monetaria para defender la banda cambiaria.

Gráfico 7. TASA DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION



Fuente: Banco de la República.

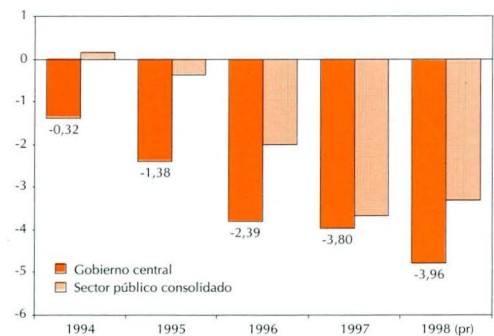
Gráfico 8. TASA DE INTERES



Fuente: Banco de la República.

En lo corrido del año hasta la primera semana del mes de octubre, el Emisor compró un total de \$259.729 millones de TES en el mercado secundario, en operaciones realizadas durante los meses de abril \$87.000 millones, en mayo \$74.990 millones, en septiembre \$97.740 millones y en octubre \$24.403 millones hasta la primera semana. Esta cifra resulta significativa porque con anterioridad, el Banco no había realizado este tipo de opera-

Gráfico 9. FINANZAS DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO (% del PIB)



Fuente: Confis.

ciones. En la práctica, esto ha implicado que, dado el creciente déficit de las finanzas públicas, se ha hecho más difícil y costoso mantener la estabilidad en el mercado cambiario.

En segundo lugar, dadas las necesidades de financiar el déficit, el Gobierno ha ejercido una fuerte presión en el mercado monetario para conseguir recursos y ha provocado un aumento de las tasas de interés. Este ambiente de altas tasas de interés, ha hecho más difícil para las autoridades monetarias actuar en su intento por defender los límites de la banda cambiaria.

En tercer lugar, el deterioro de las condiciones fiscales ha generado una gran incertidumbre entre los agentes de la economía y, en buena parte, ha propiciado la compra de divisas como mecanismo de protección.

Finalmente, y como se verá en detalle en el siguiente aparte, el mayor gasto del Gobierno ha sido en gran medida el responsable del atraso cambiario y, en consecuencia, esta situación ha presionado a las autoridades competentes a modificar la política cambiaria de manera tal que ésta se ajuste a la nueva competitividad internacional de la economía.

Lo anterior nos lleva a concluir que, una buena parte de las dificultades que ha experimentado el mercado cambiario en el último año y que llevaron al Banco de la República a desplazar la banda, han sido ocasionadas por el creciente déficit fiscal. En estas condiciones, una alternativa habría sido la de solucionar aunque fuera de manera parcial el problema fiscal antes de tomar la medida: un ajuste fiscal serio reduce la presión en el mercado cambiario y monetario, despeja el panorama para otorgar una mayor libertad al manejo monetario por parte de las autoridades y permite que la devaluación nominal se traslade a una devaluación real. Si bien

es cierto que una devaluación nominal complementa el impacto del ajuste fiscal sobre el tipo de cambio real y lo acelera, también es cierto que, despojarse de la presión fiscal como primer paso, permite tener mayor claridad sobre qué tan desalineada está la paridad central de la banda y, por lo tanto, ayuda a determinar con mayor precisión la magnitud del ajuste requerido. No obstante lo anterior, el Gobierno tomó la determinación de aplicar primero un correctivo cambiario y, en estas condiciones, resulta apremiante hacer efectivo un serio ajuste fiscal.

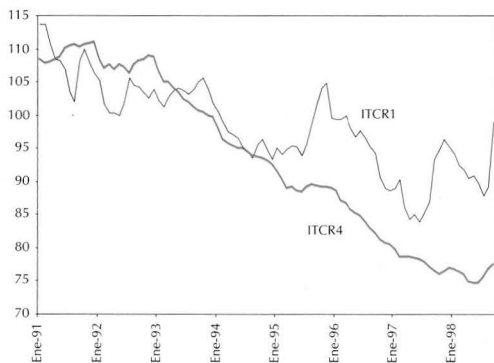
2. Tasa de cambio real, atraso cambiario y cuenta corriente

Uno de los principales problemas que enfrenta la economía colombiana es, sin duda, la apreciación del peso. Desde principios de los 90 la moneda colombiana se ha apreciado de manera significativa en términos reales, con lo que la pérdida de competitividad ha sido importante para el sector productor de bienes comercializables. Lo anterior es cierto, ya sea midiendo la tasa de cambio real con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA)⁴ es decir midiendo la competitividad interna frente a la externa, o bien como la relación entre los precios de los bienes transables y los de los no transables, que capta el incentivo a sustituir producción y consumo de bienes no transables por transables dentro de un país (Gráfico 10).

Esta situación de desequilibrio cambiario fue precisamente uno de los aspectos que motivó la reciente decisión de la Junta del Banco de la República de desplazar la banda cambiaria. La intención de corregir el rezago en materia de competitividad del país en el largo plazo es, sin duda, acertado, máxime

⁴ La relación de precios en el exterior (convertido a moneda local) y el nivel de precios nacional.

Gráfico 10. INDICE TASA DE CAMBIO REAL



Fuente: Banco de la República.

cuando el déficit en la cuenta corriente proyectado para 1998 asciende a 6,6% del PIB, uno de los más altos de América Latina. Sin embargo, la medida no está exenta de problemas.

Hay tres aspectos que es esencial tener en cuenta en el análisis y que tienen que ver, primero, con las dificultades para calcular el grado del rezago cambiario, segundo, con la relación entre la devaluación nominal y la tasa de cambio real y por último, con el manejo fiscal y especialmente con el comportamiento de gasto público.

El primer aspecto relacionado con el grado de atraso cambiario ha sido ampliamente discutido en la literatura económica. Los problemas para determinar con exactitud la sobrevaluación real del tipo de cambio, se derivan de la dificultad de calcular su nivel de equilibrio (Williamson, 1996)⁵. El mismo concepto es relativamente ambiguo, pues el equi-

⁵ Williamson, J., 1996, *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime*, Institute for International Economics. Aquí se presentan diversas metodologías para calcular la tasa de cambio de equilibrio.

librio se define como aquel nivel de la tasa de cambio que logra un nivel financiable de la cuenta corriente (y por tanto es necesario proyectar las condiciones del mercado internacional de capitales) y un nivel de actividad interna consistente con el nivel de "pleno empleo" o, en lenguaje moderno, con el nivel "natural" de desempleo. También existen diferencias relacionadas con la metodología empleada. Algunos autores utilizan el concepto de paridad, mientras que otros utilizan modelos econométricos.

Para el caso particular de Colombia se han realizado varios estudios empíricos con resultados que en algunos casos difieren entre sí: Herrera (1989)⁶ encontró que durante los períodos de 1975-1977 y 1984-1985 el tipo de cambio real estuvo subvaluado (por encima de su valor de equilibrio), mientras que durante los años 1979-1982, éste estuvo ligeramente sobrevaluado; Echavarría y Gaviria (1992)⁷ concluyeron que entre 1980 y 1985 hubo una sobrevaluación, entre 1986 y 1990 una subvaluación y en 1991 el tipo de cambio estaba en equilibrio. Para períodos más recientes, Carrasquilla y Arias (1997)⁸ encontraron una sobrevaluación de cerca de 14% durante el período 1990-1996, mientras que en Arias y Zuleta (1997)⁹ el resultado principal predice que, durante el mismo período, no hubo sobreva-

⁶ Herrera, S., junio de 1989, "Determinantes de la Trayectoria del Tipo de Cambio Real en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República.

⁷ Echavarría, J.J. y Gaviria, A., diciembre de 1992, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

⁸ Carrasquilla, A. y Arias, A., 1996, "Tipo de Cambio Real en Colombia: ¿Qué pasó?", Mimeo, Banco de la República.

⁹ Arias, A. F. Y Zuleta, H., 1997, "Tasa de Cambio Real e Inversión: La experiencia de 1990-1996", *Borradores Semanales de Economía*, No. 76.

luación del peso. Por su parte, Cárdenas (1997)¹⁰ encontró una sobrevaluación para el primer trimestre de 1996 que va en un amplio rango de 3% a 24,9% dependiendo del método y del índice utilizados, y en Herrera (1997)¹¹ el cálculo fue entre 1,8% y 2,8% para junio de 1996. Finalmente, en un estudio reciente del Banco de la República¹², se concluyó que durante 1997 el tipo de cambio real estuvo sobrevaluado entre 9% y 10%.

De lo anterior se puede concluir que existe un cierto consenso en el sentido de que el tipo de cambio ha estado revaluado en términos reales a finales de los setenta y principios de los ochenta, y en los años recientes. Sin embargo, hay una enorme diversidad en cuanto a la magnitud del rezago cambiario del país y, en esta medida, tampoco hay una clara precisión en cuanto a la cantidad en que éste debe corregirse.

El segundo aspecto que hay que tener en cuenta tiene que ver con el impacto de la devaluación nominal sobre el comportamiento del tipo de cambio real. La mayoría de estudios internacionales indican que la devaluación nominal produce una devaluación real durante un período que oscila entre 1 y 2 años, aún cuando el período parece ser menor en América Latina (y especialmente en Colombia) que en el Asia¹³.

¹⁰ Cárdenas S, M., 1997, "La Tasa de Cambio en Colombia", Cuadernos de Fedesarrollo No.1, Fedesarrollo.

¹¹ Herrera, S., marzo de 1997, "El Tipo de Cambio Real y la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Largo Plazo en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹² SGEE, Banco de la República, marzo de 1998, "El Actual Tipo de Cambio de Equilibrio", Mimeo, Banco de la República.

¹³ De Gregorio, J., y Boreinsztein, E., 1998, "Devaluations and Inflation after Currency Crises", Mimeo.

La discusión sobre este punto central no ha sido concluyente en el caso de Colombia. Para comenzar, varios autores han encontrado que no existe una relación de largo plazo entre la tasa de cambio nominal y la real. Calderón (1995)¹⁴, por ejemplo, encontró que los movimientos en la tasa de cambio nominal no inciden en la trayectoria de largo plazo de la tasa de cambio real, y más bien tales cambios se traducen en aumentos en inflación. Para Herrera (1987), Cárdenas (1997), Otero (1997)¹⁵ entre otros, los movimientos en la tasa de cambio nominal tienen un efecto instantáneo sobre la real, pero al cabo de un tiempo parte de esta ganancia se pierde. Misas y Arias (1997)¹⁶, por ejemplo, encontraron que el efecto desaparece después de cuatro a seis meses bajo el esquema de banda cambiaria¹⁷. Más aún, en algunos estudios como en Echavarría y Gaviria (1992) se concluye que las devaluaciones nominales pueden acelerar la convergencia de la tasa de cambio real hacia el nivel de equilibrio, pero sólo cuando las fuentes que generan el desequilibrio (como políticas fiscales y monetarias inconsistentes) son eliminadas, y sólo así las devaluaciones nominales podrían tener un efecto duradero. Esta situación se ha evidenciado en el país en el período reciente. La fuerte devaluación presenciada en el mes de septiembre de 1997 y que ha continuado a lo largo del presente año, sólo corrigió la tasa de cambio real por algunos meses alcanzando valores

¹⁴ Calderón, A., junio de 1995, "La Tasa de Cambio Real en Colombia: Mitos y Realidades", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹⁵ Otero, J., diciembre de 1997, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹⁶ Misas, M. y Arias, A.F., 1997, "Monetary Neutrality in the Colombian Real Exchange Rate", Mimeo, Banco de la República.

¹⁷ Bajo el régimen de *crawling peg*, el efecto desaparece al cabo de un año y medio.

96,4 para el ITCR1 en diciembre de 1997, para luego volver a retomar niveles cercanos a 87 en julio del presente año.

En resumen, los resultados sugieren que la devaluación nominal sí produce un cambio real de la tasa de cambio, pero el cambio podría tener una corta duración en algunos casos. Es indispensable que la devaluación nominal vaya acompañada de medidas contraccionistas, tales como la reducción del déficit fiscal, para garantizar un cambio duradero en la tasa de cambio real.

Lo anterior nos introduce al análisis del tercer aspecto que tiene que ver con la relación entre el gasto público y el tipo de cambio real. Nuevamente haciendo alusión a varios de los autores anteriores, es evidente que uno de los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real de largo plazo es el gasto del gobierno. Aunque con diferentes metodologías, existe coincidencia en el exceso de gasto del gobierno, y especialmente el gasto en funcionamiento, es en buena parte el responsable de la revaluación real del peso colombiano. En Calderón (1995) por ejemplo, un aumento de 1% del gasto como proporción del PIB revalúa la tasa de cambio en términos reales en 3% y, en este sentido, el autor encontró que el comportamiento del gasto público durante el último quinquenio generó una apreciación del tipo de cambio real del orden de 15%. En Echavarría y Gaviria (1992) un aumento de 10% en el déficit fiscal¹⁸ trae consigo una revaluación real del 1% y, finalmente, Cárdenas (1997) no sólo encontró que un incremento de un punto porcentual (como % del PIB) del gasto público del Gobierno Central está asociado a una revaluación del 0,29%, sino que además determinó que si el gasto público se hubiera mantenido en su nivel de

1992 (13% del PIB) en los años posteriores, la tasa de cambio no estaría devaluada en términos reales hoy con respecto a su nivel de equilibrio.

Se concluye entonces, dada la evidencia de la importancia de la variable fiscal sobre el comportamiento de la tasa de cambio real de largo plazo, que la medida adoptada por la Junta a comienzos de septiembre no tendrá efectos reales de mediano y largo plazo diferentes a los inflacionarios si no va acompañada de un serio ajuste fiscal y especialmente de una reducción en el gasto público. Como bien se sabe, en la actualidad el Gobierno ha presentado un paquete de medidas de ajuste que hasta ahora está en estudio por parte del Congreso de la República. Si dicho ajuste no se hace, lo único que habrá logrado el Gobierno es una mayor presión inflacionaria sin alcanzar el objetivo de corregir los desequilibrios externo e interno.

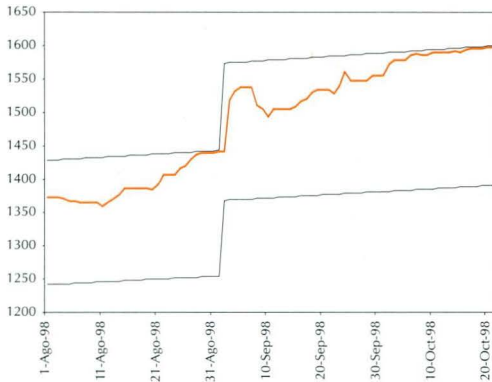
C. Impacto del desplazamiento de la banda

Aunque ha transcurrido poco tiempo desde que el Banco de la República tomó la medida consistente en desplazar 9% la banda cambiaria, ya se vislumbran efectos sobre algunas variables que vale la pena resaltar, y que no solamente ponen en entredicho el cumplimiento de los objetivos perseguidos, sino que además evidencian un comportamiento bastante particular del mercado cambiario.

En primer lugar, resulta evidente que el mercado cambiario ha seguido caracterizado por fuertes expectativas alcistas sobre la tasa de cambio. Prueba de lo anterior es el comportamiento de la tasa de cambio en el último mes: no sólo no se ha mantenido en el nivel que estaba antes de adoptarse la medida, sino que además se ha acercado de manera acelerada al techo de la banda. Como puede apreciarse en el Gráfico 11, las presiones cambiarias han sido intensas. Lo anterior puede corroborarse con la

¹⁸ Medido como déficit fiscal sobre la base monetaria.

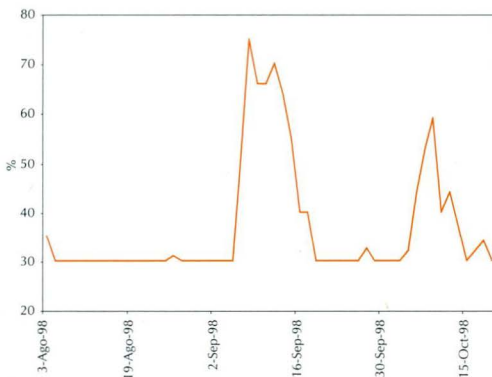
Gráfico 11. BANDAS TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Banco de la República.

encuesta realizada por La Nota Económica que muestra que, después de adoptarse la medida, las expectativas devaluacionistas aumentaron. El mismo mensaje arroja el comportamiento de las tasas de interés domésticas (determinadas por la tasa de interés internacional -relativamente constante- y por las expectativas de devaluación) las cuales pasaron de niveles cercanos a 30% antes de la medida, a niveles promedio muy superiores en las semanas

Gráfico 12. TASA DE LOS REPOS



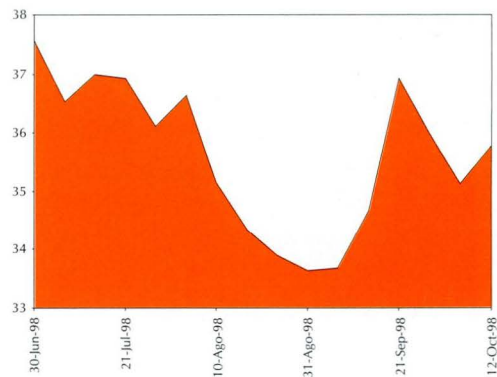
Fuente: Banco de la República.

posteriores. Se observaron niveles pico mayores a 70% en los primeros días de septiembre y de octubre (Gráfico 12). Esto se extendió a un aumento del costo de las captaciones y del crédito: la DTF, que había bajado durante varias semanas, volvió a subir a niveles de 35% (Gráfico 13).

Adicionalmente, y como consecuencia de este comportamiento del mercado cambiario, para evitar que el tipo de cambio alcanzara nuevamente el techo de la nueva banda, el Banco de la República ha intervenido de manera permanente y el proceso de pérdida de reservas internacionales ha continuado. En el último mes, éstas han caído en cerca de US\$200 millones (Gráfico 14).

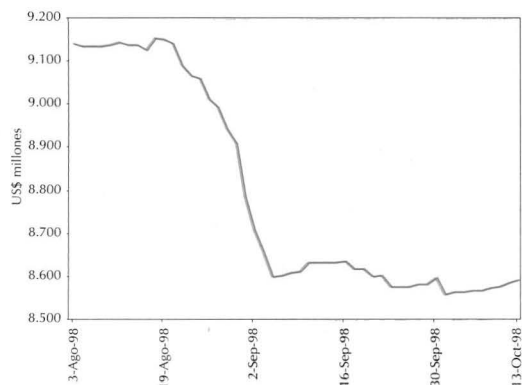
En síntesis, ni en materia de tasas de interés ni de reservas internacionales, se ha obtenido el efecto deseado. Sin embargo, la tasa de cambio real es la única variable que hasta ahora ha respondido de manera favorable a la fuerte devaluación: el ITCR1 tuvo un incremento de 10,9 puntos en septiembre y llegó a un valor de 98,9, el nivel más alto desde principios de la década (Gráfico 15). Además de la fuerte devaluación, este comportamiento ha resulta-

Gráfico 13. DTF SEMANAL



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DIARIAS (Agosto-octubre 1998)



Fuente: Banco de la República.

do de la reducción en el ritmo de crecimiento de los precios internos (en septiembre el IPP creció 0.03%, inferior a la inflación internacional). No obstante, y como se mencionó en detalle, la corrección de la tasa de cambio real será sólo temporal si la devaluación no va acompañada de un ajuste fiscal importante.

D. Alternativas frente a la actual situación cambiaria

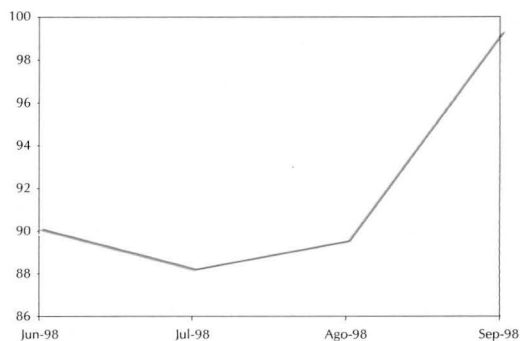
Frente a la medida relacionada con el desplazamiento de la banda que fue adoptada por el Banco de la República para hacer frente a la difícil situación por la que atraviesa el mercado cambiario y a la enorme caída de las reservas internacionales, se ha argumentado que existen otras alternativas para manejar el actual problema cambiario. Explorar otras opciones adquiere aún más sentido si se tiene en cuenta que en el futuro cercano las economías emergentes tendrán que enfrentar probablemente fuertes presiones de mercado al alza del tipo de cambio (como es el caso reciente del Ecuador y de las amenazas de una fuerte devaluación en Brasil y en Venezuela), en buena parte como consecuencia de la crisis internacional que ha originado serias restricciones en el mercado de capitales.

En este sentido, resulta útil hacer un breve recuento de los diferentes regímenes que son utilizados por los países para manejar la tasa de cambio. En la práctica existen dos tipos de esquemas extremos como son, el de tasa de cambio fija en el cual se determina un nivel específico de tasa de cambio, y el de libre flotación donde la tasa de cambio encuentra su propio nivel de acuerdo con el funcionamiento del mercado y sin intervenciones del Banco Central. Existen además sistemas intermedios como el sistema de *crawling peg* que consiste en determinar una trayectoria de la tasa de cambio y que incorpora cambios con alguna frecuencia, y el régimen de bandas cambiarias o *crawling bands*, donde se fija un margen al interior del cual se permite el movimiento del tipo de cambio. Comencemos por mirar las principales características de cada uno de ellos así como sus ventajas y desventajas.

1. Tasa de cambio fija y *crawling peg*

En primera medida, bajo sistema de tipo de cambio fijo, al igual que en el caso del *crawling peg*, la oferta monetaria es endógena y el Gobierno no puede determinarla directamente. Es decir, en la práctica las autoridades abandonan la indepen-

Gráfico 15. ITCR1 Junio-septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

dencia monetaria y subordinan la política en esta materia a la meta de tasa de cambio. En este sentido, bajo este esquema la política monetaria debe ser orientada en última instancia a defender la tasa de cambio escogida.

Las principales ventajas de este régimen se concentran en la estabilidad que provee al funcionamiento del mercado cambiario y en que permite un mayor control de la inflación. Pero también presenta serias desventajas. Por una parte, sobresalen la pérdida de independencia monetaria y el costo que implica la defensa de la tasa de cambio en materia de reservas internacionales y de tasas de interés. Por otra parte, el hecho de escoger una tasa de cambio fuerte que controle la inflación, puede afectar los niveles de competitividad internacional de un país. Además, este esquema es altamente propenso a ataques especulativos y cuando éstos se presentan, el esquema se vuelve insostenible.

Lo anterior nos lleva a concluir que el régimen de tasa de cambio fija o *crawling peg* no parece una alternativa deseable en un país caracterizado por la presencia de procesos especulativos. Tampoco resulta apropiado en aquellos casos en los cuales se presenta simultáneamente un rezago cambiario y un proceso inflacionario.

2. Flotación del tipo de cambio

En sentido contrario al régimen anterior, la mayor ventaja de la flexibilidad cambiaria consiste en que permite un mayor control de la política monetaria y ésta no se subordina exclusivamente a la defensa del mercado cambiario. Uno de los argumentos clásicos a favor de este sistema, radica en que la flotación economiza la necesidad de utilizar reservas, dado que los cambios en la oferta y demanda de moneda extranjera pueden ser absorbidas a

través de una variación en el precio (la tasa de cambio) más que en la cantidad de reservas.

Sin embargo, el esquema no está exento de problemas. Además de imprimir una gran volatilidad al mercado cambiario, una de las mayores desventajas, en buena parte debido a la imperfección de los mercados y a la presencia de expectativas no siempre racionales de los agentes, radica en que la tasa de cambio puede terminar alejándose de los fundamentales incluso en el largo plazo, o en otros términos, tiende a desalinearse frente a su valor de largo plazo. Adicionalmente, si el sistema de flotación es limpio, se pierde el control de la inflación.

El análisis de esta alternativa requiere de un enorme cuidado. En primer lugar, este esquema no parece conveniente en países caracterizados por fuertes desequilibrios en sus variables fundamentales. En segundo lugar, tampoco parece adaptarse a países que sufren de un rezago cambiario que contribuye a un elevado déficit en la cuenta corriente. En este sentido, resulta riesgoso "dejar hablar" al mercado, y no es deseable perder el control total de la política cambiaria. En tercer lugar, tampoco es conveniente en países donde una de sus prioridades es el control de la inflación.

No obstante lo anterior, este esquema es ventajoso cuando un país está expuesto a fuertes presiones cambiarias y cuando las reservas internacionales están en peligro.

Un ejemplo de la adopción de este régimen es el caso mexicano. Posterior a la crisis de 1994-1995, México abandonó el esquema de banda cambiaria y permitió la flotación del peso en respuesta a las fuertes presiones cambiarias. El resultado en materia de reservas internacionales ha sido el esperado (hoy tienen en cerca de US\$ 30 miles de millones, mientras un año atrás la cifra era de US\$ 24). Sin

embargo, la tasa de interés real es bastante alta (18,8% para el interés real de captación, depósitos a 90 días), lo cual refleja que, no obstante la flotación libre de su moneda, las expectativas de devaluación continúan presionando el mercado.

3. *Banda cambiaria o crawling band*

Frente a los esquemas anteriores, los regímenes de bandas cambiarias como el adoptado por Colombia en 1994, constituyen una vía intermedia para manejar el mercado cambiario. Este permite, por una parte, usar la política monetaria para objetivos de estabilización doméstica y, por otra parte, mantener la tasa de cambio dentro de un margen considerado apropiado. Además, logra un balance entre una mayor flexibilidad del tipo de cambio y la posibilidad de predecir su comportamiento. Esto se debe a que el Gobierno anuncia una zona dentro de la cual se puede mover el tipo de cambio y su disposición a defender los límites: en el extremo superior vende dólares (reservas internacionales), y en el inferior los compra. Evidentemente, este tipo de intervenciones en los márgenes para efectos de defender la banda, también afecta los fundamentales de la economía debido a que alteran la oferta relativa de moneda doméstica: si la tasa de cambio está en el piso compra dólares con moneda local y aumenta la oferta monetaria y si está en el techo, disminuye la oferta monetaria.

La ventaja del régimen de bandas sobre el de tasa de cambio fija o *crawling peg* es que permite una cierta variación de las tasas de cambio y, en este caso, la defensa de los límites se convierte en un problema ocasional y no en una preocupación continua como en el primer caso. Por otra parte, como se argumenta en Krugman (1991)¹⁹, las bandas tienen una propiedad estabilizadora cuando gozan de perfecta credibilidad, ya que las expectativas de los agentes sobre el valor futuro de la tasa de cam-

bio modifican su trayectoria²⁰. Sin embargo, esta propiedad estabilizadora desaparece parcialmente cuando se pierde la credibilidad, además de generarse una fuerte inestabilidad en el mercado²¹. Cuando no se cree en la banda, es parecido a vivir en un mundo de libre flotación. Por su parte, la credibilidad de la banda se deteriora cuando los agentes perciben que el Banco Central pueden preferir mover la banda antes que asumir los costos de defenderla, cuando se producen frecuentes realineaciones²² o cuando la banda no es consistente con determinada tasa de cambio real o bien no corresponde a los fundamentales de la economía.

Además del problema de credibilidad, este sistema también es altamente vulnerable a los ataques especulativos: una reducción en la oferta monetaria para defender la banda implica un deterioro en los fundamentales, lo cual genera una especulación contra las reservas internacionales. En este caso, las soluciones pueden ser abandonar la banda, o bien moverla. El problema surge en la medida en que el movimiento responde a ataques especulativos sin que necesariamente refleje el comportamiento de

¹⁹ Krugman, P. 1991, "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press.

²⁰ Si la tasa se acerca al techo, los agentes esperan una apreciación futura (por la intervención) y en consecuencia ésta resulta menor que la que sería determinada por los fundamentales. Esto es lo que explica su forma de S.

²¹ Si los agentes no creen en la defensa de la banda y perciben la posibilidad de una o varias realineaciones, se produce una fuerte especulación y se superan los límites de la banda. Sin embargo, como se argumenta en Krugman (1991), aunque la banda se vuelve menos estabilizadora que en el caso de perfecta credibilidad, puede seguir manteniendo esta propiedad. El grado de estabilización depende del grado de credibilidad.

²² Se argumenta en Williamson (1995) que este problema puede neutralizarse cuando es posible identificar las necesidades de realineación prontamente y éstas se implementan cuando la tasa de cambio está al interior de la banda y no en los límites.

los fundamentales económicos. En este sentido, cualquier cambio que se haga a la banda debe ser buscando que la paridad central se acerque al máximo a la tasa de cambio real de equilibrio, más que responder a presiones coyunturales de mercado.

El sistema de bandas parece ser el más apropiado cuando se persiguen los objetivos de controlar la inflación y a la vez mantener cierto nivel de competitividad internacional de los precios. Adicionalmente el *trade-off* entre estos dos propósitos puede modificarse alterando los parámetros que la determinan, tales como la paridad central, la amplitud y la pendiente. No obstante, bajo este sistema existe también una alta propensión a que se produzcan ataques especulativos y más aún cuando éste pierde credibilidad y, en consecuencia, puede conducir a un fuerte proceso de pérdida de reservas internacionales.

En síntesis, y para responder a la pregunta de qué debe hacer Colombia en el futuro para manejar el problema cambiario y qué tipo de esquema es el más idóneo, resulta útil hacer las siguientes apreciaciones. En primer lugar, adoptar un sistema de cambio fijo o volver al esquema de *crawling peg* no parece conveniente, en particular porque, en presencia de presiones inflacionarias, esto implicaría una caída de la tasa de cambio real. La alternativa sería entonces mantener el actual sistema de bandas o dejar flotar el tipo de cambio. Sin embargo, ninguna de las dos opciones está exenta de problemas.

La primera alternativa, es decir mantener la actual banda cambiaria, parece no ser sostenible en el mediano y largo plazo debido a que, tal y como argumentan varios analistas, los sistemas intermedios se vuelven insostenibles en momentos de crisis internacional. Sin embargo, también recomiendan no abandonar el sistema cuando el mercado cambiario se encuentra bajo una fuerte presión, y más

bien hacerlo cuando no existan presiones especulativas. Por otra parte, y se ha comprobado en el caso colombiano, y especialmente como resultado del reciente desplazamiento, la actual banda parece haber perdido credibilidad. En este sentido, producir un nuevo desplazamiento o ampliación de la banda conduciría a acabar completamente con el sistema.

La segunda alternativa, la flotación del tipo de cambio, también presenta serios inconvenientes. En primer lugar, porque no consideramos probable que las autoridades cambiarias del país permitan una flotación limpia del tipo de cambio, en cuyo caso no se daría el mencionado ahorro de reservas internacionales. Lo más probable es que, dadas las expectativas de devaluación que hoy caracterizan el mercado, el aumento de la tasa de cambio sería de tales magnitudes que el Banco de la República tendría que intervenir masivamente, implicando con esto que entraríamos a un sistema de flotación sucia. En segundo lugar, y nuevamente como consecuencia de las actuales características del mercado cambiario, dejar flotar el tipo de cambio conduciría a un fuerte proceso inflacionario, el cual consideramos inconveniente desde todo punto de vista.

E. Conclusiones

La primera conclusión parte de la hipótesis de que la tendencia en Colombia, al igual que los demás países de la región, será hacia presiones al alza del tipo de cambio. Esta situación determinará las opciones que tiene el país para el manejo de su política cambiaria en los próximos años. En esta dirección, consideramos apropiado que se evalúen los diferentes instrumentos con los que cuenta el país para hacer frente a esta situación, tales como dejar flotar el tipo de cambio antes de dejar desplomar las reservas internacionales, o bien mantener la actual banda cambiaria. Sobre este punto, Fedesarrollo recomienda mantener en las actuales circunstan-

cias el sistema sin modificación alguna, ya que cualquier movimiento terminaría por agotar enteramente la credibilidad en la misma. Para el mediano plazo, y una vez se reduzcan las presiones en el mercado, se podría pensar en un sistema de flotación del tipo de cambio.

En segundo lugar, aún cuando es necesario adoptar medidas que tiendan a corregir el rezago cambiario que presenta el país desde hace ya varios años y que la medida adoptada recientemente por el Banco de la República apunta de manera correcta a corregir este desequilibrio, ésta ha debido adoptarse una vez hecho el ajuste fiscal. Insistimos en que la devaluación nominal no se traducirá en una mayor devaluación en términos reales si no va acompañada de un severo ajuste fiscal. En esta dirección, resulta imperante que el Gobierno logre que el Congreso de la República apruebe el paquete que ha sido presentado y que haga esfuerzos adicionales por obtener un ajuste incluso mayor al presentado hasta ahora. De no ser así, el efecto de la devaluación nominal se traducirá en mayores presiones inflacionarias sin el efecto deseado sobre la tasa de cambio real.

En tercer lugar, consideramos que es indispensable evaluar con mayor exactitud la magnitud del rezago cambiario o de la desviación de la tasa de cambio real de su valor de equilibrio, para determinar si la

medida adoptada realmente corregirá en el largo plazo el rezago, si es necesario hacer un ajuste adicional o bien si se requiere adoptar esquemas alternativos que corregir el desajuste. No obstante, para este análisis debe tenerse en cuenta que la tendencia del mercado es hacia una devaluación nominal como consecuencia de las severas restricciones de los flujos internacionales de capitales hacia las economías emergentes.

Por último, queremos enfatizar que los resultados en cuanto al cumplimiento de los objetivos perseguidos con el desplazamiento de la banda no han sido los deseados. Hasta el presente, se ha comprobado que la gran incertidumbre sigue caracterizando el mercado cambiario y que las fuertes presiones contra la nueva banda cambiaria han resultado en la necesidad para el Banco de la República de intervenir con el propósito de defender sus parámetros. En consecuencia, la pérdida de reservas internacionales se ha mantenido y las tasas de interés continúan en niveles muy elevados. El problema, a nuestro juicio, no fue la magnitud del desplazamiento, sino la medida en sí misma pues la banda perdió buena parte de su credibilidad. Frente a esta situación, es necesario que el Gobierno rompa las expectativas de los agentes y genere una mayor certidumbre en el mercado, lo cual se logra a través de hacer efectivo el ajuste fiscal planteado y de imprimir una mayor credibilidad en su política cambiaria.