



I
ARTÍCULOS

ACLARACIÓN DEL VOTO DE LOS CO-DIRECTORES LUIS BERNARDO FLÓREZ ENCISO Y ANTONIO HERNÁNDEZ GAMARRA

SESIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
DEL 25 DE SEPTIEMBRE DE 1999

La Junta Directiva del Banco de la República se ve obligada en el día de hoy a modificar el régimen cambiario, en contra de lo que la Corporación, *de manera unánime*, había expresado en múltiples ocasiones en el pasado.

En efecto, para empezar por lo más reciente, el 27 de agosto se expidió un comunicado de prensa en el cual se consignó: “No existen razones para que se modifiquen las actuales políticas monetarias, cambiarias y crediticias, las cuales han permitido un importante descenso en las tasas de interés de la economía”.

Unanimidad similar se expresó posteriormente en la sesión del 3 de septiembre, ocasión en la cual el Gerente General del Banco manifestó que debía existir un consenso mínimo en materia de política cambiaria y pidió el mantenimiento del régimen cambiario.

El Gerente señaló que de no lograrse ese consenso se dificultarían las negociaciones con el Fondo y ello podría ocasionar un ataque contra la moneda con consecuencias nocivas sobre las tasas de interés y de cambio. En sentido similar nos expresamos los demás Co-Directores. En dicha reunión el señor Ministro de Hacienda dijo que estaba de acuerdo con lo señalado por los demás Directores y añadió que “si se opta por un cambio de política éste debe hacerse en momentos de tranquilidad cambiaria”. Destacó que la Junta debería “abordar la discusión una vez se concluyan las negociaciones con el Fondo y no cuando vuelvan a presentarse problemas de inestabilidad en el frente cambiario”. (Acta No. 4.230 del 3 de septiembre).

No obstante este acuerdo *unánime*, debido al ataque contra la banda cambiaria durante esta semana, la Junta se ve precisada a tomar una decisión que siempre conside-

ró inapropiada en circunstancias como las presentes.

Forzados por las circunstancias los suscritos estamos de acuerdo en eliminar el régimen cambiario existente, pero deseamos aclarar nuestro voto en el sentido que se expresa en este escrito.

I. LAS RAZONES DE LA DECISIÓN

Lo primero por dilucidar es por qué llegamos a la situación que nos obliga a adoptar la decisión el día de hoy. En nuestra opinión, un cabal entendimiento de ello exige un análisis de los siguientes tres factores: el proceso que condujo a la decisión de acudir al Fondo Monetario Internacional (FMI) en búsqueda de cooperación; la manera como se ha conducido la negociación ante dicho organismo, y la situación de financiamiento del sector público.

A. Cronología de los hechos

La decisión de solicitar la cooperación del Fondo Monetario Internacional para fortalecer la balanza de pagos del país, para el logro de la estabilidad macroeconómica y para la recuperación del crecimiento, anunciada oficialmente a mediados de julio de 1999, estuvo antecedida de largas discusiones sobre la sostenibilidad del programa macroeconómico adoptado en septiembre de 1998.

Luego de la modificación de la banda cambiaria en dicha fecha, a la cual los suscritos nos opusimos fundamentalmente por el

momento en que se adoptó y por la falta de un verdadero programa de ajuste fiscal, no existió en el seno de la Junta discusión alguna sobre la tasa de cambio hasta el mes de marzo de 1999. A finales de ese mes, el señor Ministro de Hacienda solicitó mediante el envío de una comunicación que la Junta analizara el nivel de equilibrio de la tasa de cambio. En ningún momento planteó la conveniencia de abandonar la banda cambiaria.

Con ocasión de la comunicación del señor Ministro, de marzo de 1999, los Directores de dedicación exclusiva preparamos un documento cuyos elementos esenciales, en lo referente al tema cambiario, fueron los siguientes según quedó consignado en el Acta 4.210 del 9 de abril: “existe un consenso total sobre la conveniencia de mantener la política cambiaria de acuerdo con la actual banda cambiaria y que dentro de ésta, el Banco pueda evitar volatilidades extremas mediante reglas preestablecidas para la intervención intramarginal”.

Para analizar el nivel de la tasa de cambio real, y no la conveniencia de eliminar la banda cambiaria, en la misma sesión del 9 de abril la Junta discutió el documento técnico solicitado por el señor Ministro de Hacienda. En este documento se evaluaron las distintas metodologías para la medición de la tasa de cambio real, de cuyo análisis el Director Roberto Junguito concluyó que con la evidencia presentada en el documento no parecían existir desequilibrios fundamentales en la tasa de cambio real que motivasen una modificación de la política cambiaria, sin que ninguno de los demás Directores controvirtiera dicha conclusión.

En desarrollo de estos análisis, el 9 de abril se expidió un comunicado de prensa en el cual se consignó: “La Junta finalmente reiteró su confianza en la actual banda cambiaria y su complacencia con el hecho de que el mantenimiento de esa banda ha disminuido la incertidumbre en la economía y permitido la reducción de las tasas de interés. El sistema de bandas implica que dentro de los límites que ella define, la tasa de cambio está determinada por la oferta y la demanda de divisas en el mercado. No obstante, tal como lo ha hecho desde hace varios años, el Banco de la República seguirá interviniendo dentro de la banda, comprando o vendiendo divisas, para evitar volatilidades extremas de la tasa de cambio”.

La siguiente sesión en la cual se suscitó un debate sobre el programa macroeconómico en general, y sobre la política cambiaria en particular, fue con ocasión del documento que los suscritos sometimos a consideración de la Junta el día 14 de mayo (Acta 4.215). En dicho documento consignamos que factores tales como la caída de la inflación, las inconsistencias que empezaban a presentarse entre el rendimiento de los portafolios en dólares y en pesos, el deterioro de las cuentas del sector público, el lento crecimiento de los agregados monetarios, el atraso en el desembolso del crédito del Banco Mundial y la incertidumbre sobre las privatizaciones, hacían aconsejable una revisión a fondo del programa macroeconómico.

Basados en estas consideraciones, en el documento aludido, que lleva como fecha la del 13 de mayo de 1999, propusimos:

- “Anunciar la meta de inflación para el año entrante, como resultado de la adopción del nuevo programa macroeconómico”.
- “Que se establezca una meta de crecimiento anual del IPC de 10% a diciembre del 2000”.
- “En coherencia con lo anterior, se reduciría la pendiente de la banda cambiaria de tal manera que esta fuese compatible con disminuciones adicionales en la tasa de interés de tal suerte que la tasa real de interés pudiese llegar al nivel promedio observado históricamente. Ello no es posible en las actuales circunstancias por cuanto bajas adicionales en la tasa nominal del Banco, y a la larga en la DTF, podrían dificultar el manejo cambiario. La pendiente de la nueva banda cambiaria también podría ser del 10%”.
- “Adicionalmente, la situación actual es propicia para introducir un cambio en el nivel de la banda de tal manera que pudieran corregirse los síntomas de sobrevaluación que se han observado en algunos cálculos recientes. Proponemos que el piso de la nueva banda corresponda al punto medio de la actual”.
- “Estos cambios en la política cambiaria, en un clima de baja inflación creíble, mejorarían a mediano plazo las cuentas del sector externo y no tendrían por qué producir presiones inflacionarias. En el fondo, de lo que se trata es de salir de la recesión con un claro panorama anti-inflacionario y con un sector externo fortalecido”.

- “El cambio no debería producir signos de incredulidad en la política, máxime si como es posible la Tesorería General de la Nación monetiza, a partir del momento en que se tome la decisión, los recursos externos líquidos de que ahora dispone”.
- “Desde luego, la coherencia del nuevo programa y de las decisiones aquí propuestas pasan por un proyecto creíble y sostenido de disminución en el ritmo de crecimiento del gasto público. No se trataría de anunciar más “ajustes fiscales”, puesto que estos tienen la connotación de más impuestos y en las actuales circunstancias sería altamente inconveniente generar expectativas recesivas adicionales. El plan de reducción en la dinámica del gasto sería el que encontremos acorde con la nueva programación y una vez se llegue a ello, serían estas proyecciones y los compromisos adquiridos entre el Gobierno y el Banco de la República los que sustentarían los acuerdos con el Banco Mundial y con el FMI a fin de tramitar oportunamente el crédito necesario para el fortalecimiento del sistema financiero”. Ello, en la medida en que el Banco Mundial requería un aval del Fondo Monetario Internacional para la aprobación de dicho crédito.

Nuestras propuestas no fueron acogidas de manera inmediata por la Junta, pero se concluyó que era necesario solicitar a la administración y a los técnicos del Banco acelerar la preparación del nuevo Programa Macroeconómico.

La posición del señor Ministro de Hacienda sobre nuestras propuestas de política cambiaria, contenida en el Acta 4.215 del 14 de mayo, señala que en su opinión las decisiones cambiarias deberían tomarse cuando se presentase tranquilidad en ese mercado.

Fueron esas propuestas y su debate en el seno de la Junta las que condujeron a la preparación del programa macroeconómico que debatimos en la sesión del 27 de junio, cuando se modificó la banda cambiaria, infortunadamente en presencia de una importante venta de divisas por parte del Banco.

En esa sesión, se discutieron los parámetros técnicos de la nueva banda cambiaria, pero no existió discusión alguna sobre su eventual eliminación. *De manera unánime* se adoptó el nuevo programa, centrándose la discusión acerca del momento oportuno en que se anunciaría la decisión de acudir a la cooperación del FMI, según se había acordado en una reunión informal con el señor Presidente de la República en las horas del mediodía del 27 de junio.

Sobre el particular, uno de los suscritos consignó su posición de la siguiente manera, según reza el Acta 4.221 del 27 de junio: “Dado que la credibilidad del nuevo programa depende en buena parte del acuerdo que el Gobierno, en el día de hoy, ha convenido celebrar con el Fondo Monetario Internacional es urgente que se anuncie esa decisión, a fin de que los mercados se calmen. De dificultarse la obtención de recursos con el FMI seguramente se presentaría un nuevo ataque contra la moneda, evento en el cual

sería poco creíble intentar desplazar nuevamente la banda cambiaria y se haría necesario dejar flotar la tasa de cambio”.

Luego de hacer pública, a mediados de julio, la decisión de negociar con el Fondo Monetario Internacional, el tema cambiario sólo volvió a ser objeto de discusión, como ya se anotó, el 27 de agosto cuando el señor Ministro de Hacienda planteó en una carta “la gran importancia que tiene reflexionar ahora sobre el régimen cambiario más apropiado para nuestro país, a la luz de un programa con el FMI”. Realizados los análisis de rigor, la conclusión *unánime* de la Junta quedó consignada en el comunicado de prensa de ese día en el cual, como ya se ha dicho, se le informó a la opinión pública que no existían razones para modificar la política cambiaria. A esta conclusión se llegó porque se consideró que cualquier modificación debería realizarse una vez se concluyeran las negociaciones con el FMI y en momentos de tranquilidad cambiaria.

En las siguientes sesiones la Junta Directiva dedicó buena parte de su tiempo a debatir las posiciones que los negociadores del Gobierno y del Banco de la República deberían sostener frente al FMI. En lo concerniente al régimen cambiario *unánimemente* se instruyó a los negociadores para acordar con el Fondo el mantenimiento de la banda y el estudio de mayor flexibilidad cuando, en el futuro, las circunstancias fuesen propicias.

Debe subrayarse, con especial énfasis, que en toda la discusión aquí relatada la Junta buscó la disminución progresiva de las tasas de interés acorde con los pronósticos de in-

flación reportados mensualmente en el Informe de Precios y en procura de una política cambiaria que, tomando en consideración la devaluación real observada desde mediados de 1997, preservase la estabilidad macroeconómica y no pusiese en dificultades al sistema financiero, que aún se encuentra en un proceso de fortalecimiento.

En efecto, desde principios de diciembre de 1998 la Junta rebajó en nueve ocasiones la tasa de interés de intervención del Banco, lo cual se reflejó en un marcado descenso de la DTF luego del alza que había tenido entre agosto y octubre de 1998, según puede verse en los cuadros adjuntos a este documento.

En síntesis, lo que la Junta ha buscado durante todo este año es propiciar el ambiente necesario para salir de la recesión con un claro panorama anti-inflacionario y con un sector externo fortalecido, a lo cual debería contribuir el apoyo del FMI.

B. Negociación con el Fondo Monetario Internacional

Hasta ahora nos hemos referido a lo cambiario por ser éste el tema de discusión que nos ocupa. Pero la cabal comprensión de la situación que analizamos requiere señalar que al inicio de las negociaciones con el FMI la preocupación fundamental de ese organismo eran los desequilibrios fiscales y la salud del sistema financiero y no lo concerniente a las políticas monetaria y cambiaria.

Tan es esto así que en la comunicación que el señor Gronlie, Jefe de la Misión del Fondo Monetario Internacional que visitaba al

país por estos días, le dirigió al señor Ministro de Hacienda, el día después de adoptarse el programa macroeconómico el 27 de junio, se consignó: “las dificultades actuales de Colombia están relacionadas con los problemas de la economía mundial que se iniciaron el año pasado, con la crisis financiera internacional y con la recesión de algunos países vecinos. No obstante, también reflejan la necesidad de fortalecer las finanzas públicas, de avanzar en las reformas estructurales, y de terminar de resolver los problemas que enfrenta el sistema financiero” (El Tiempo, martes 29 de junio de 1999, p. 2-B).

Como se deduce de este mensaje, sin lugar a dudas, no era preocupación del FMI en ese momento la discusión de la política monetaria y cambiaria. Infortunada y sorpresivamente, la discusión con el FMI sobre los desequilibrios fiscales se convirtió en una discusión sobre la política cambiaria.

A pesar de los esfuerzos del Director Junguito por comunicarle al FMI las directrices que había acordado *de manera unánime* la Junta, los mercados nacionales e internacionales percibieron que los negociadores del Gobierno no tenían plena voluntad para defender la banda cambiaria.

De una parte, a los mercados internacionales se les empezó a transmitir la idea de que una de las condiciones del acuerdo con el FMI sería la eliminación de la banda. De otra, los mercados nacionales fueron informados por funcionarios del Gobierno de que luego de ese acuerdo habría un sistema cambiario “semiflexible”.

Esa dicotomía en la posición negociadora llevó al FMI, que inicialmente no se había ocupado del tema, a promover la necesidad de una mayor flexibilidad cambiaria.

Los rumores sobre el futuro curso de la política se tradujeron en una percepción del mercado según la cual la banda sería modificada en los días inmediatamente siguientes al anuncio del acuerdo con el FMI. Los ataques de esta semana son el resultado final de este desafortunado manejo de la negociación y de la información, pese a los ingentes esfuerzos del Director Junguito y a la decisión del Gerente General del Banco de exponer al FMI, en todo momento, de manera apropiada, la posición *unánime* de la Junta Directiva del Banco de la República.

En las circunstancias descritas el ataque a la banda era probable pues, como en su momento lo señalamos todos los Directores, se necesitaba absoluta coherencia en la negociación.

Sobre esto último, quienes suscribimos esta aclaración a nuestro voto, hicimos constar en el Acta No. 4.230 del día 3 de septiembre que la condición necesaria para la defensa de la banda cambiaria era que “la Junta como un todo esté de acuerdo y que no se envíen mensajes equívocos al mercado sobre el particular. Causar más incertidumbre de la ya existente es contrario a la búsqueda de la estabilidad macroeconómica y al logro de un proceso de reactivación sostenible hacia el futuro”.

Igualmente, en nuestra constancia hicimos las siguientes consideraciones:

- “Como hemos tenido ocasión de expresarlo, cualquier modificación que eventualmente se efectúe en el futuro en el régimen cambiario debe ser independiente de los acuerdos que se firmen próximamente con el FMI y debe estar precedida, como todo tipo de decisión, de los estudios y evaluaciones necesarios. En este sentido, compartimos las precisas instrucciones que en el día de hoy, siguiendo los lineamientos de semanas atrás, se han impartido al Director Roberto Junguito para que oriente las negociaciones que actualmente se adelantan con el Fondo”.
- “Con el objetivo de contribuir a que los acuerdos con el FMI culminen en un ambiente de tranquilidad y sin que se generen expectativas desestabilizadoras, reiteramos que nos parece de la mayor importancia el compromiso de evitar que sobre estos temas se produzcan declaraciones o intervenciones de funcionarios públicos que no estén de acuerdo con las decisiones que ha adoptado la Junta”.

Al referirse a esta Constancia el señor Ministro de Hacienda manifestó, tal como consta en el Acta respectiva, que sus instrucciones habían sido claras sobre la necesidad de defender la actual política cambiaria.

A pesar de que al inicio de septiembre el Directorio del FMI discutió un documento sobre los regímenes cambiarios, a raíz del cual varios Directores de países de la OECD se pronunciaron a favor de regímenes más flexibles en los países en desarrollo, el Fondo

aceptó que Colombia adoptara dicho régimen algunos meses más adelante. Sin embargo, las inconsistencias en la negociación y la difusión de las informaciones contradictorias, que dejamos reseñadas, condujeron a la venta de divisas de esta semana, lo cual nos obliga a tomar la decisión de liberar el régimen cambiario.

Esto es muy desafortunado, pues nos lleva a una decisión en momentos de un ataque cambiario; merma la deseable autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República en un tema que nunca debió ser objeto de discusión y menos de negociación con el FMI, y lo que es peor, conducirá al país en los próximos días a un debate sobre la conveniencia o inconveniencia de haber eliminado la banda cambiaria en este momento, cuando lo prioritario, lo urgente e inaplazable es la discusión sobre los compromisos del Gobierno en materia fiscal y cómo lograr los consensos políticos que los hagan viables en el seno del Congreso de la República.

C. La financiación externa del Gobierno Nacional

Al acudir al Fondo con el propósito de generar confianza en los mercados, lograr mayores flujos de capital extranjero y conseguir mayor estabilidad macroeconómica, con independencia del régimen cambiario, se buscaba que el país pudiese recibir esos flujos de recursos oportunamente y en las cantidades que se consignasen en los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional.

Tres requisitos son imprescindibles para ello: la disposición de los prestamistas del extranjero a vincularse al país por la vía de mayores empréstitos, la disposición de los inversionistas a vincularse mediante aportes de capital y, desde luego, la posibilidad del Gobierno de recibir esos recursos.

Para poder endeudarse el Gobierno Nacional debe contar con la autorización legal necesaria, pues de lo contrario, no sería posible la contratación de los empréstitos internacionales. Infortunadamente, ese no parece ser el caso actualmente, según se le informó a la Junta recientemente.

Ello, conjuntamente con una discutible estrategia de endeudamiento externo, según la cual no es posible una desmejora de las condiciones de quienes en el pasado reciente le ofrecieron al país recursos a través de la suscripción de bonos, explicaría por qué desde abril no se han realizado nuevos esfuerzos para incrementar el endeudamiento externo pese al acentuado deterioro fiscal y la necesidad de acudir a mayores colocaciones de TES, con las previsibles presiones en las tasas de interés internas. Todo ello tiene una seria incidencia en las necesidades inmediatas de recursos externos de la Tesorería General de la República.

Desde luego, a las presiones cambiarias de las últimas semanas tampoco ha sido ajeno el atraso que tiene el programa de privatizaciones del Gobierno frente al cronograma establecido por él mismo.

II. LOS RIESGOS DE LA DECISIÓN Y LAS POLÍTICAS POR ADOPTAR EN EL INMEDIATO FUTURO

La decisión del día de hoy, tal como lo establecen los reglamentos de la Junta, se basa en la elaboración previa de un documento, preparado por la Gerencia Técnica del Banco. En la medida en que hemos colaborado activamente en la redacción de dicho documento, nos parece importante resaltar sus principales elementos de análisis y conclusiones:

a. El abandono del actual régimen cambiario se hace en un momento de debilidad de la economía y de fragilidad de su sistema financiero, de expectativas de devaluación y de incertidumbre frente a las decisiones que finalmente adopte el Congreso de la República en torno a las reformas fiscales necesarias para recuperar una trayectoria sostenible en las finanzas públicas del país.

b. Las decisiones que en el último año ha adoptado la Junta Directiva del Banco han contribuido decisivamente a fortalecer los resultados macroeconómicos en los ámbitos que son de su competencia. En efecto, se ha corregido el amplísimo déficit externo que se gestó desde comienzos de esta década, de tal forma que se cuenta con unos resultados más sostenibles en materia de balanza de pagos y se prevé que hacia el mediano plazo se podrá mantener un nivel de déficit externo que sea adecuado para garantizar un crecimiento económico más equilibrado, a diferencia de lo que ocurrió a lo largo de los años noventa. Para lograr ese ajuste, han sido

fundamentales las decisiones que ha tomado la Junta en materia de política cambiaria y que han conducido a una devaluación real de más del 25% en los dos últimos años.

Asimismo, el proceso gradual de recuperación y capitalización del sistema financiero, liderado por el señor Ministro de Hacienda, sienta las bases para una reactivación futura de la economía sobre fundamentos más sólidos.

De otra parte, la tasa de inflación se ha situado, después de muchos años, en una trayectoria que nos llevará, si somos perseverantes, a niveles acordes con los internacionales, con el consecuente beneficio sobre el crecimiento económico y los ingresos de los grupos más pobres de la población. En este sentido, queremos hacer énfasis en que en los últimos tres años la Junta Directiva del Banco ha cumplido sus metas anuales de inflación y que será posible seguir en ese empeño para los próximos años si el resto de políticas económicas, en especial la fiscal, contribuye a dicho propósito.

Además, el acuerdo alcanzado con el FMI envía las señales adecuadas al Gobierno, al sector privado nacional y a los mercados internacionales para restablecer los equilibrios de mediano plazo en las finanzas públicas y para obtener los recursos crediticios internacionales necesarios para financiar los déficit fiscales y atender en los próximos años los requerimientos de la balanza de pagos de la economía.

c. En contraposición con los anteriores factores favorables a la recuperación del creci-

miento y la estabilidad de la economía, cabe mencionar que el país enfrenta en estos momentos diversas dificultades. En primer término, como hemos mencionado, existen restricciones legales para que el Gobierno pueda ampliar su endeudamiento.

En segundo lugar, en relación con el tema del financiamiento externo, existe notoria incertidumbre sobre el proceso de las privatizaciones y sobre los recursos que el Gobierno derivará de ellas para atender sus desequilibrios fiscales de éste y de los próximos años.

En tercer lugar, aún falta por restablecer totalmente la solidez del sistema financiero y se anota, con preocupación, que el crédito hipotecario se encuentra en un estado virtual de parálisis.

En cuarto lugar, y no obstante el programa fiscal de mediano plazo al cual se ha comprometido el Gobierno con el Fondo Monetario Internacional, los resultados finales dependerán de que el Gobierno sea capaz de generar los necesarios consensos que le permitan sacar adelante en el Congreso de la República las reformas fiscales indispensables para volver a una vía sostenible de equilibrio hacia el futuro.

d. En consecuencia, la decisión cambiaria que hemos adoptado hoy no está exenta de riesgos e incertidumbres, como se indica en el documento técnico que hoy hemos tenido a nuestra consideración.

e. Para aminorar esos riesgos creemos que la decisión de liberar el régimen cambiario

se debe complementar rápidamente con otras decisiones fundamentales. En particular, queremos resaltar las siguientes:

- Primero, establecer unas reglas de largo plazo de intervención cambiaria, absolutamente transparentes y entendibles para la opinión pública, mediante las cuales definamos las razones esenciales y los mecanismos por los cuales el Banco de la República podrá eventual y esporádicamente intervenir en el mercado cambiario. Estamos totalmente convencidos de que efectuar intervenciones *ad-hoc* y discrecionales constituyen la peor señal de compromiso con el nuevo régimen cambiario y pueden llevar a que el sector privado y los mercados internacionales no entiendan hacia dónde se quiere mover el Banco Central, lo cual ocasionaría un período de mayor incertidumbre e inestabilidad en el frente cambiario.
- Segundo, estudiar a la mayor brevedad el diseño del régimen monetario que sea más apropiado y coherente con la libertad cambiaria. En especial, nuestra responsabilidad es establecer una política monetaria acorde con esa liberación y

dirigida a continuar reduciendo la inflación en coordinación con la política económica general. Estamos convencidos de que sin una definición explícita y pública de nuestro compromiso monetario, afrontaremos nuevos problemas en materia de credibilidad y viabilidad de nuestras políticas.

- Tercero, para evitar que se sigan acumulando cargas innecesarias sobre las políticas monetaria y cambiaria, resulta absolutamente indispensable que el Gobierno consiga la aprobación de las reformas estructurales en las finanzas públicas, a fin de lograr de nuevo en nuestro país un crecimiento económico alto, sostenido y estable.

En los anteriores términos dejamos aclarado nuestro voto, al momento de tomarse la determinación de modificar el régimen cambiario, esperando que no se introduzcan nuevos factores de perturbación macroeconómica después de esta decisión que imposibiliten el mantenimiento de una tasa de interés baja y estable, acorde con la meta de inflación y la recuperación de la economía.

CUADROS

Tasa de interés de REPO 1/			
Período		Porcentaje	
1 Sep./98	-	30 Nov./98	30,0
1 Dic./98	-	10 Dic./98	28,0
11 Dic./98	-	5 Feb./99	26,0
8 Feb./99	-	4 Mar./99	24,0
5 Mar./99	-	19 Mar./99	23,0
23 Mar./99	-	16 Abr./99	20,0
19 Abr./99	-	14 May./99	19,0
18 May./99	-	23 Jul./99	18,0
26-Jul./99	-	6 Ago./99	17,0
9 Ago./99	-	Actual 2/	16,0

1/ La tasa de REPO se constituye en una tasa mínima de subasta.
2/ Octubre 1 de 1999.

Tasa de interés DTF		
Fin de		
		Porcentaje
1998	Agosto	33,91
	Septiembre	36,93
	Octubre	36,19
	Noviembre	36,56
	Diciembre	34,33
1999	Enero	33,22
	Febrero	30,14
	Marzo	24,90
	Abril	21,89
	Mayo	18,35
	Junio	17,74
	Julio	19,19
	Agosto	18,67
	Septiembre	17,95