

# Análisis Coyuntural



■ *"El exporta frutas a Europa y necesita importar insumos agrícolas. Vine a ofrecerle nuestros servicios de Comercio Exterior. ¡Y ahí lo tienen!"*



***Ahhh... qué tranquilidad!***

Ahora cuento con la asesoría del Banco de Occidente para realizar mis exportaciones, financiar mis importaciones y negociar cualquier divisa.

¡Qué gran ventaja tener un Banco que trabaje para uno!



**Banco de Occidente**

**Trabaja para usted.**

# Análisis coyuntural

---

## I. INTRODUCCION

Después de las dificultades de comienzos del año, el complejo panorama macroeconómico se despejó gradualmente durante los meses de mayo, junio y julio. El excesivo influjo de capitales, que ha sido la principal preocupación del manejo económico desde 1991, cedió notablemente gracias a una política acertada de tasas de interés. De otra parte, durante los meses de junio y julio pasados se detuvo la tendencia a la revaluación real del tipo de cambio, lo cual estuvo asociado también a la disminución de los rendimientos financieros. También las tasas de interés de los créditos registraron una reducción muy apreciable, como resultado de los controles fijados por las autoridades monetarias, produciendo efectos favorables sobre la estructura financiera de las empresas y sobre el comportamiento de la inversión.

En el mes de agosto, sin embargo, sucedieron una serie de hechos que propiciaron una nueva tendencia al aumento de las tasas de interés y a la revaluación del tipo de cambio representativo del mercado. Esto ocurrió como consecuencia de las acciones de la Tesorería y un aumento súbito de la demanda de crédito, que produjeron una contrac-

ción importante de la liquidez del sistema financiero nacional. La primera, al retrasar los pagos del gobierno, mientras que la demanda de crédito aumentó como consecuencia del vencimiento del plazo fijado a empresas y personas naturales para efectuar la suscripción obligatoria de los Bonos de Desarrollo Social y Seguridad Interna, creados por la reforma tributaria aprobada en el mes de junio.

Los bancos y corporaciones financieras, confiados en que habría liquidez suficiente en el sistema, invirtieron masivamente en títulos del Banco de la República sus excesos de efectivo. A mediados del mes, sin embargo, la contracción producida por estos dos fenómenos dejó al sistema financiero ilíquido, generando una presión súbita sobre los intereses intrabancarios, y posteriormente también sobre el resto de las tasas de interés de captación del sistema financiero, que hasta entonces venían en descenso.

No obstante este impasse, el gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República han manifestado que mantendrán sin cambio los lineamientos centrales de la política monetaria. Con tasas de crecimiento de los medios de pago y de los cuasidíneros por encima del 40%, esto significa

que la situación de iliquidez es de naturaleza temporal. Sin embargo, en ausencia de mecanismos de coordinación adecuados entre la Tesorería y el Banco de la República, esto significa también que este tipo de situaciones puede volverse a presentar.

En otras áreas de la actividad productiva, como la construcción, y en menor medida, la industria y el comercio, ha continuado un proceso de recuperación con respecto al desempeño exhibido el año anterior. El racionamiento eléctrico, que hacía temer por el crecimiento económico de 1992, afectó el comportamiento de estos sectores en los primeros meses en que comenzó a operar, pero logró ser contrarrestado posteriormente, en particular por las grandes empresas.

En el frente fiscal, con la aprobación de la Reforma Tributaria, la amenaza de un déficit elevado para este año logró controlarse. El gobierno, además, estableció algunos criterios para el diseño de una estrategia adecuada de financiamiento, que tal como venía insistiendo Fedesarrollo, debía basarse en la sustitución del endeudamiento externo por endeudamiento interno, con el propósito explícito de no exacerbar el desequilibrio de la balanza de pagos.

Así las cosas, ha surgido un ambiente de optimismo acerca del posible comportamiento de la economía en lo que resta del año. Las autoridades prevén a una tasa de crecimiento de la economía entre el 2.5 y el 3.0% durante 1992<sup>1</sup> y, especialmente en el sector de la gran industria, reina un clima de expectativas muy positivo.

Aunque hay bases para el optimismo, subsisten importantes factores de incertidumbre para los próximos meses. Entre ellos, reviste de particular gravedad la situación del sector agropecuario. En el primer semestre de 1992 se registraron disminuciones muy acentuadas de las áreas sembradas en casi todos los cultivos transitorios, según se des-

prende de la información disponible de diversas fuentes.

Esta situación recesiva no puede atribuirse únicamente a factores de tipo climático. Si bien es cierto que el país ha tenido que enfrentar durante 1992 una de las peores sequías desde que se tiene registros, debe reconocerse también que las políticas de apertura han golpeado duramente a las actividades del agro. La evolución de los precios internacionales y de la tasa de cambio se han encargado de magnificar los efectos de las nuevas políticas. No obstante el altísimo (y totalmente indeseado) crecimiento de la producción cafetera, el conjunto del sector agropecuario registrará una tasa de crecimiento negativa, del orden del 2%, en el presente año (Cuadro 1).

En relación con la actividad minera, los indicadores disponibles no justifican el optimismo de las proyecciones oficiales. A partir de mayo se produjo una disminución sustancial (9.7%, con respecto a abril) en el ritmo de producción petrolera, contrarrestando buena parte del dinamismo anterior entre enero y abril (19.5%). Difícilmente la producción de carbón registrará un crecimiento superior al 6%, ya que han surgido dificultades en la comercialización internacional de este producto. De esta manera, no cabe esperar que el crecimiento de la minería se sitúe mucho más allá del 5%, bien por debajo de la proyección oficial (cerca al 11%).

La industria y el comercio han registrado en lo corrido de 1992 tasas de expansión positivas pero ciertamente moderadas, que además resultan de comparar con un período de pobre desempeño, como fueron los primeros meses de 1991. En el caso de la industria, al excluir la trilla de café, el crecimiento hasta mayo que reportan las estadísticas oficiales del DANE llega apenas al 1.7%, de manera consistente con el cálculo de Fedesarrollo hasta el mes de junio (2.8%), el cual proviene de las respuestas directas de 267 empresas a través la Encuesta de Opinión Empresarial. Con una expansión moderada en los meses restantes, el conjunto

<sup>1</sup> Véase DNP, *Plan Financiero y Macroeconómico*, 1993.

**Cuadro 1. REVISION DE LA PROYECCION DE CRECIMIENTO DEL PIB-1992**

	1991	1992p
1. Agropecuario	4.9	-2.3
Café	12.9	8.0
Resto	3.8	-4.0
2. Explotacion de Minas y Canteras	0.8	4.9
Petróleo	-3.2	5.0
Carbón	-3.4	6.0
Resto	3.9	4.0
3. Industria Manufacturera	-0.5	3.2
Trilla	-9.5	12.0
Resto	0.8	1.8
4. Electricidad, gas y agua	3.7	-8.0
5. Construcción	4.2	8.0
6. Comercio, restaurantes y hoteles	1.3	2.4
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3.6	2.4
8. Establecimientos financieros y seguros	4.5	5.0
9. Servicios Comunales, sociales y personales	3.6	3.0
TOTAL PIB	2.3	2.1

p: Proyección de FEDESARROLLO.

Fuente: DANE y Estimación de FEDESARROLLO.

de la industria (con trilla de café) cerrará el año con un crecimiento que Fedesarrollo calcula actualmente en 3.2%. El optimismo que reina sobre este sector tendrá que verse moderado por el efecto que empezará a tener la caída del ingreso de los caficultores y el pobre desempeño de las exportaciones. Estos factores incidirán también sobre el comercio, cuya tasa de crecimiento para el año completo se estima en 2.4%.

Así las cosas, Fedesarrollo reconoce que hay razones de optimismo para elevar la proyección de crecimiento que se dio a conocer en el mes de julio (1.2%), y regresa a una proyección de 2.1%, dentro del rango que proyectaba al comienzo del año.

## II. LA CRISIS DEL SECTOR AGROPECUARIO

El sector agropecuario sin café creció en 1991 a una tasa del 3.2%, sensiblemente menor que en

los dos años inmediatamente anteriores (4.7% en 1990 y 6.1% en 1989), y que evidenciaba ya una pérdida de dinamismo, especialmente en materia de áreas cosechadas (las cuales disminuyeron en 2.9%).

Al analizar lo sucedido en 1991 con la producción por tipos de bienes, se pueden diferenciar dos tendencias muy distintas al interior del sector agropecuario sin café: lo ocurrido con los cultivos transitorios y con los cultivos permanentes. Tal como se aprecia en el Cuadro 2, en 1991 se registraron disminuciones en la producción de todos los cultivos transitorios, con las notables excepciones de maíz, yuca, cebada y maní. En cambio, los cultivos permanentes, en su mayoría, registraron tasas de crecimiento positivas.

Estas tendencias del sector agrícola sin café tendieron a reproducirse en 1992. Sin embargo, al parecer, se acentuaron aún más. Aunque, como se

**Cuadro 2. ESTIMACION DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL SECTOR AGRICOLA SIN CAFE - PRIMER SEMESTRE 1992**

	Area cosechada		Producción		
	1991 Has	1992 Has	1991 (\$Millones 75)	1992 (\$Millones 75)	% Crecimiento
<b>CULTIVOS TRANSITORIOS</b>					
Ajonjolí	9	5	6	3	-45
Algodón	248	97	415	162	-61
Arroz	435	400	1739	1600	-8
Cebada	50	28	102	57	-44
Frijol	134	123	108	99	-8
Maíz	822	937	1274	1452	14
Maní	5	4	5	4	-20
Papa	148	133	2372	2135	-10
Sorgo	259	179	738	509	-31
Soya	101	66	194	126	-35
Tabaco	8	6	13	9	-30
Trigo	47	28	94	56	-40
Hortaliza	87	51	1272	750	-41
<b>TOTAL</b>	2353	2057	8332	6964	-13
<b>PONDERADO PRODUCCION</b>					-16
<b>CULTIVOS PERMANENTES</b>	1091	1139	11069	11726	4
<b>PONDERADO PRODUCCION</b>					6

Fuentes: ICA, Bolsa Nacional Agropecuaria, FEDEPALMA, ASOCAÑA, UNIBAN y FEDECACAO. Cálculos FEDESARROLLO.

explica en la sección de Indicadores de esta revista, no existen estadísticas oficiales sobre el comportamiento de este sector en lo corrido del año, información de otras fuentes como el ICA, la Bolsa Nacional Agropecuaria y los propios gremios, sugieren que en los primeros meses del año se habría registrado una disminución en el área sembrada en cultivos transitorios del 13% (16% en la producción), mientras que el área en cultivos permanentes podría haber aumentado entre un 4 y un 6% (6% la producción).

Los indicadores del crédito al sector reflejan estas mismas tendencias. Las áreas financiadas con re-

ursos de Finagro se redujeron en 36% en los primeros seis meses del año con respecto a igual período en el año anterior.

Esta situación del sector agrícola, que configura una de las crisis más acentuadas del sector en los últimos años, debe atribuirse a tres factores fundamentalmente: los fenómenos climáticos adversos, el efecto de las políticas de apertura económica y la evolución de la tasa de cambio y los precios internacionales de los productos agrícolas de exportación. A estos tres factores vino a sumarse más recientemente la reducción en la operación y servicios de la Caja Agraria.

En estas circunstancias, no es extraño que las previsiones más optimistas sobre el crecimiento de la agricultura en 1992 no superen el 1.0%, y que se haya notado un resurgimiento de las presiones inflacionarias lideradas por el comportamiento de los precios de los bienes de origen agropecuario.

## A. La Apertura Económica y el Sector Agropecuario

### 1. Los Precios Mínimos de Garantía

Qué significó realmente la adopción del nuevo modelo de desarrollo para el sector agropecuario nacional? En primer lugar, para un los productos que se denominan cultivos transitorios comerciales, implicó pasar de un régimen de altos precios de sustentación, que durante varios años se utilizaron como incentivo a la producción (Plan de Oferta Selectiva), a un nuevo sistema de precios mínimos de garantía, que además de ser sustancialmente inferiores en términos reales a los anteriores precios de sustentación, son mucho más variables y por lo tanto más inciertos para el productor.

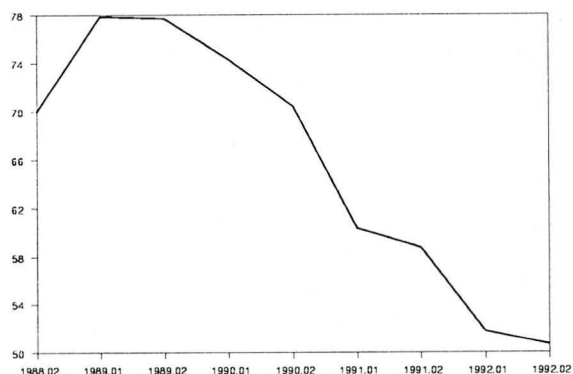
De acuerdo con los lineamientos del modelo de apertura, estos precios mínimos deben seguir a los precios internacionales. El mecanismo según el cual se fijan en la actualidad es el siguiente: se determina un precio de referencia que es igual a la cotización internacional convertida a pesos al multiplicar por la tasa de cambio representativa en cada momento del tiempo. Debido a la alta volatilidad de estos precios, se toma un promedio quincenal, eliminando los puntos más altos y más bajos en el período. También se determina un costo mínimo de importación que es igual a la diferencia entre el precio de referencia y el precio mínimo al cual se puede adquirir el producto en el mercado interno. En la fórmula se incluye además el costo de almacenamiento como factor de descuento, lo que hace equivalente el precio de compra con el precio futuro post-cosecha. El precio mínimo de garantía se calcula con base en

el precio de referencia, ajustado por el factor de descuento, y de tal manera que no sean superiores al costo mínimo de importación.

Como se puede ver, este nuevo sistema introduce un cierto grado de incertidumbre con respecto al precio por las siguientes razones: 1) varían como consecuencia de la evolución del tipo de cambio; y 2) el tiempo de almacenamiento es igualmente variable, puesto que a medida que transcurre la cosecha se requiere menos tiempo de almacenamiento para la venta de los excedentes.

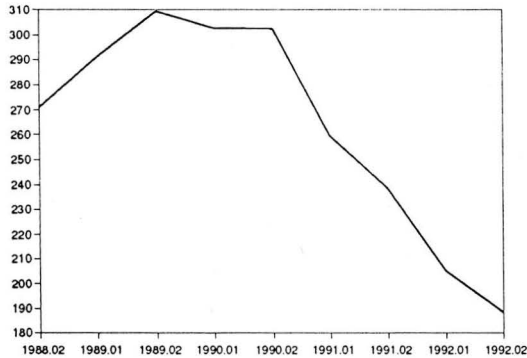
El sistema de precios mínimos de garantía ha implicado una disminución real de los precios que el productor tiene en cuenta al tomar sus decisiones de siembra. Y aunque los precios de garantía son un concepto distinto del precio de sustentación, ya que los últimos son indicadores de mercado, mientras los primeros son como una especie de "seguros de última instancia", una comparación de lo ocurrido en términos reales con los unos y los otros en los últimos años, da una idea de la pérdida de rentabilidad mínima esperada de la mayoría de estos productos (Gráficos 1 a 7).

**Gráfico 1. ARROZ: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



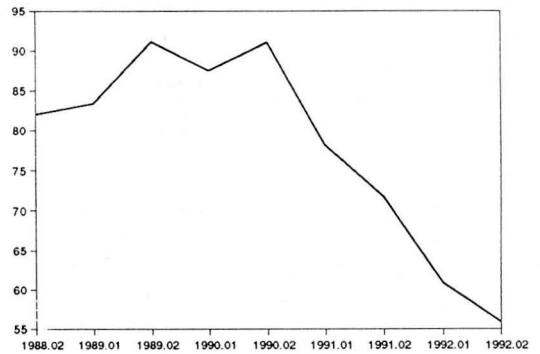
Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 2. FRIJOL: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



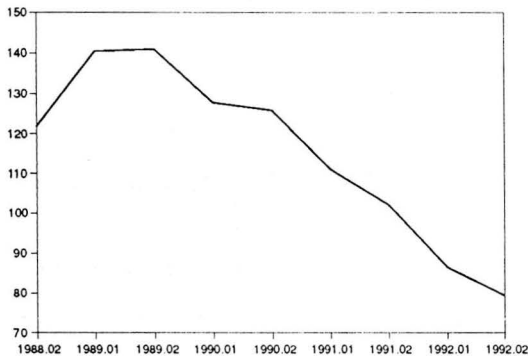
Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 5. TRIGO: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



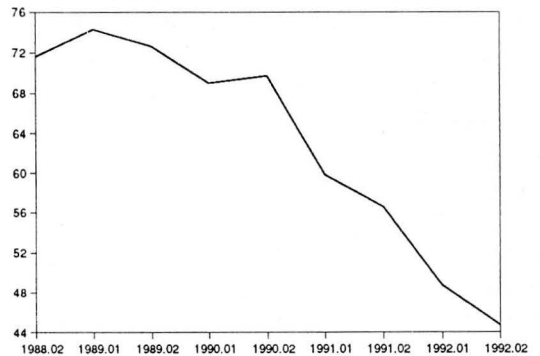
Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 3. SOYA: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



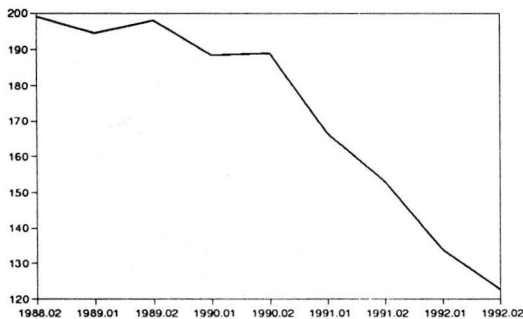
Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 6. MAIZ: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



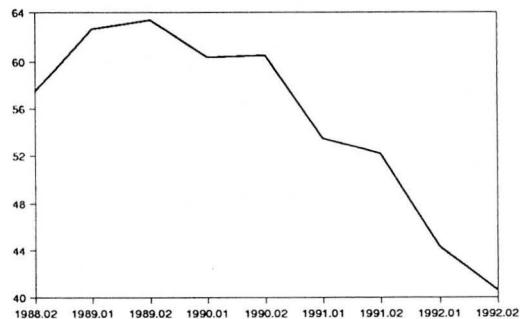
Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 4. AJONJOLI: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.

**Gráfico 7. SORGO: PRECIOS DE SUSTENTACION Y GARANTIA**  
(Millones de pesos constantes 1988)



Fuente: Ministerio de Agricultura y DANE.



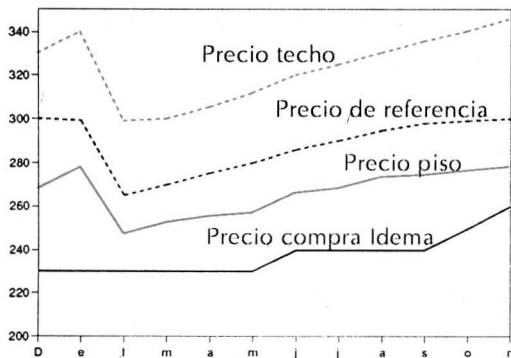
## 2. Las Franjas de Precios

Otra innovación fueron las franjas de precios, las cuales se establecieron con el objetivo de atenuar las altas variaciones de las cotizaciones internacionales sobre los precios internos pagados al productor. Estas franjas de precios se componen de un precio piso y de un precio techo.

El precio piso para un producto importable escaso en el mercado interno y con suficiente disponibilidad en el exterior será igual al precio mínimo de importación, y por consiguiente, el mínimo en el mercado interno. El precio techo para un producto de similar naturaleza, por su parte, será el precio máximo de importación y el máximo del mercado interno.

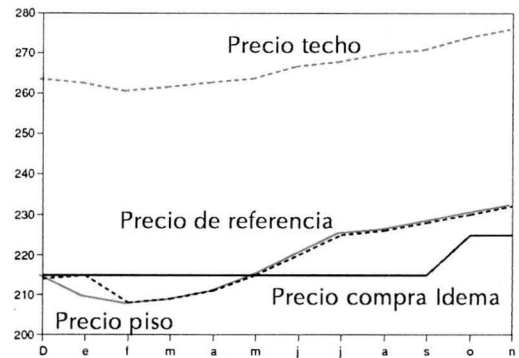
Así las cosas, los precios del mercado interno siempre estarán dentro de la franja. Este mecanismo implica además la existencia de un arancel variable como mecanismo de protección a los bienes que cobija, que funciona así: si el precio internacional está por debajo de la franja, primero se aplica una arancel específico que lo coloca al nivel del piso de la misma, y sobre esto el arancel básico. Si el precio, en cambio, se coloca por encima del techo el arancel se reduce hasta hacer que el costo de nacionalización no sea mayor que el techo más el arancel básico (Gráficos 8 a 11).

**Gráfico 8. ARROZ: FRANJA DE PRECIOS Y PRECIO DE COMPRA DEL IDEMA (Millones de \$/Ton)**



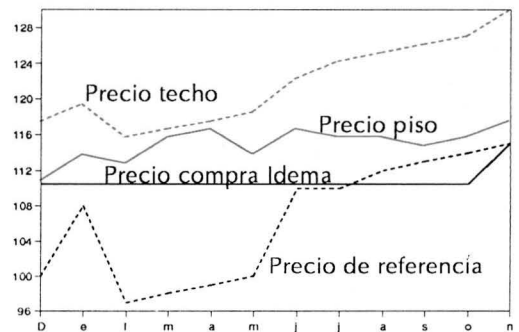
Fuente: IDEMA y Minagricultura.

**Gráfico 9. SOYA: FRANJA DE PRECIOS Y PRECIO DE COMPRA DEL IDEMA (Millones de \$/Ton)**



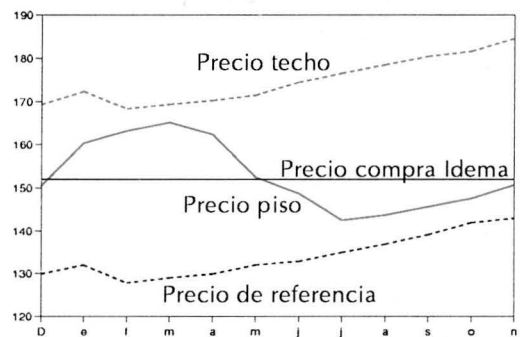
Fuente: IDEMA y Minagricultura.

**Gráfico 10. SORGO: FRANJA DE PRECIOS Y PRECIO DE COMPRA DEL IDEMA (Millones de \$/Ton)**



Fuente: IDEMA y Minagricultura.

**Gráfico 11. TRIGO: FRANJA DE PRECIOS Y PRECIO DE COMPRA DEL IDEMA (Millones de \$/Ton)**



Fuente: IDEMA y Minagricultura.

Como se ha venido insistiendo, el mecanismo de fijar unas franjas busca atenuar el efecto adverso de la excesiva variabilidad de los precios de los productos de origen agropecuario y otorgar algún nivel de protección al productor agropecuario. La variabilidad puede conducir a decisiones de inversión erradas o, incluso, al desestímulo de algunos inversionistas con alta aversión al riesgo, que en otras circunstancias si invertirían en la producción agropecuaria.

A pesar de que en el modelo de apertura se busca reducir a un máximo el grado de intervención del Estado, se reconoce que es necesario estabilizar los precios de estos productos que, por las características de sus mercados a nivel internacional, tienden a ser excesivamente variables. También se reconoce que debe otorgarse algún grado de protección porque los bienes agrícolas a nivel mundial se caracterizan por un alto grado de imperfección en sus mercados, debido a los subsidios en los países de origen, trabas al comercio, tratados especiales, etc.

Sin duda, las franjas son una opción mejor para determinar los precios que el “libre juego de las fuerzas del mercado”. Sin embargo, también debe reconocerse que este sistema, representa, desde el punto de vista del productor una desmejoría -al menos en el corto plazo- con respecto a la situación anterior, en la cual se le aseguraba la compra de la cosecha o de parte de ella a un precio de sustentación fijo, previamente determinado, que no sólo era más remunerativo, sino también bastante libre de incertidumbres.

El sistema anterior requería de la existencia de un organismo financiero que permitiera llevar a cabo dicha sustentación de precios. Este era precisamente el papel que cumplía el Idema en el modelo anterior. Como consecuencia del desmonte de estos mecanismos, en la actualidad el Instituto está siendo objeto de una reestructuración y reorientación, que llevará a reducir su ámbito de acción. En adelante, no gozará del monopolio

para efectuar las importaciones de trigo y otros productos (lo cual le significará una pérdida anual estimada en \$34.000 millones). Sus instalaciones (bodegas, silos, etc.) serán utilizados en asocio con el sector privado para servicio de los agricultores en diferentes zonas del país, y no para llevar a cabo las labores de sustentación de precios a través de compras directas a los productores, como ocurría en el pasado.

### **3. El Crédito de Fomento y la Crisis de la Caja Agraria**

Otra modificación importante que ha implicado el modelo de apertura ha sido la reorganización institucional del sistema de crédito de fomento dirigido al sector agropecuario y la reducción sustancial de los subsidios que se otorgaban a través de este mecanismo.

La reorganización institucional es positiva, puesto que implica una racionalización de recursos humanos y financieros, que antes se encontraban atomizados en muchas entidades adscritas a diferentes niveles gubernamentales. Sin embargo, aún está por determinarse cual será el impacto de esta nueva organización sobre los más pequeños productores, puesto que se han modificado las condiciones para su acceso al crédito. En el sistema de crédito anterior, algunas entidades concedían préstamos sin tener como requisito que los agricultores fueran propietarios de los predios. Bajo el régimen de Finagro, ningún campesino que no sea propietario podrá tener acceso a los recursos del crédito dirigido al sector.

En el largo plazo, además, el sistema de crédito dirigido a la agricultura se concentrará cada vez más en la financiación de actividades de más largo plazo, puesto que las de corto plazo seguramente serán atendidas por los intermediarios financieros quienes son más eficientes en este tipo de operaciones. Esto podría significar una progresiva especialización de Finagro en la financiación de cultivos permanentes.

La reducción de los subsidios, que es deseable por razones de eficiencia de largo plazo, afortunadamente ha coincidido con un momento muy favorable de bajas tasas de interés, evitándose así un impacto desfavorable adicional sobre las rentabilidades esperadas por los agricultores.

En el Cuadro 3 se presentan estadísticas de hectáreas financiadas. Allí se aprecia la sustancial disminución del primer semestre de 1992, que viene a sumarse a un comportamiento adverso que ya se había observado en 1991. No es posible, sin embargo, atribuir toda esta disminución al cambio en las condiciones de financiamiento. La reducida utilización del crédito es efecto además de la propia crisis de producción del sector.

Por su parte, también ha habido una reducción de la oferta de crédito porque el intermediario

**Cuadro 3. CREDITO AL SECTOR AGROPECUARIO. HECTAREAS FINANCIADAS**

	Ene-Jun 1991	Ene-Jun 1992	Variación %
Ajonjolí	1089	638	-41.4
Algodón	50717	37602	-26.0
Arroz negro	106526	73489	-31.0
Arroz secano	66750	32375	-51.4
Avena	149	138	-7.4
Cebada	2395	1277	-46.7
Fríjol	6074	3252	-46.3
Maíz	32594	15403	-52.7
Maní	1561	1251	-19.9
Papa	23010	18028	-21.7
Sorgo	67633	43297	-36.0
Soya	16632	10623	-36.0
Trigo	1942	1844	-5.0
Girasol	53	1	-97.5
Hortalizas	6247	3535	-43.4
Tabaco negro	2183	492	-77.0
Tabaco Rubio	2714	1876	-31.0
<b>TOTAL</b>	<b>394179</b>	<b>249762</b>	<b>-36.6</b>

**Fuente:** Finagro.

financiero más importante para la canalización de estos recursos, la Caja Agraria, viene afrontando graves problemas financieros y este año ha entrado en un proceso de reestructuración. Este proceso ha implicado el cierre de sucursales en algunas regiones del país. Así, un gran número de agricultores, cuya única opción de acceso al sistema era la Caja Agraria, no ha podido solicitar créditos en 1992.

#### 4. La Reducción de Aranceles

La reducción de aranceles ha tenido un impacto en dos vías sobre el sector agrícola. Mientras que ha implicado una reducción sustancial de los niveles de protección nominal a ciertos productos finales, las rebajas a los insumos y los bienes de capital también lo han beneficiado sustancialmente.

En balance, es difícil establecer qué tan beneficioso han sido estas medidas para la agricultura. En un estudio realizado por Perfetti y Rueda (1990) se mostraba claramente cómo los aranceles vigentes en el país entre 1983 y 1988 para los insumos y bienes de capital dirigidos a la agricultura fueron sustancialmente bajos, e implicaban niveles de protección nominal bajos (y, de protección efectiva, negativos). En cambio, en este mismo período, los productos agropecuarios finales en promedio tenían aranceles más altos que implicaban niveles de protección efectiva positivos (28%, aproximadamente). Solamente la categoría de bienes "importables" registraba en una pequeña parte de este período tasas de protección efectiva negativas.

En el Cuadro 4 se presentan algunos cálculos recientes de protección arancelaria nominal y efectiva. Allí se aprecia que en el último año tuvo lugar una disminución sustancial en la protección de todos los productos considerados, con excepción del azúcar (debe señalarse, sin embargo, que estos cálculos pueden no ser estrictamente comparables con los citados en el párrafo anterior).

#### Cuadro 4. FRANJAS DE PRECIOS Y PROTECCION EFECTIVA (%)

Producto	Arancel+Sobretasa		Protección efectiva	
	Marzo 1991	Febrero 1992	Marzo 1991	Febrero 1992
Aceite de soya	30	20	271	222
Arroz	30	20	157	147
Azúcar	30	20	32	42
Cebada	10	5	13	7
Leche	30	15	62	33
Maíz	10	5	13	7
Malta	30	15	79	46
Sorgo	10	5	13	7
Trigo	10	5	13	7

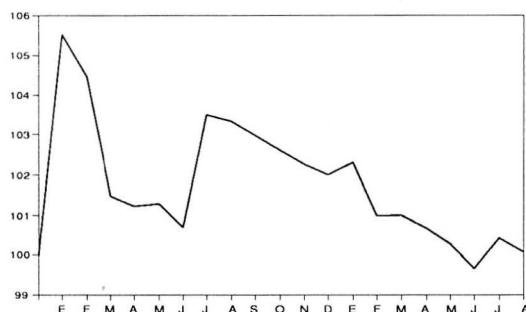
Fuente: Tomado de "Previsión Macroeconómica y Sectorial". Informe ANIF-FEDESARROLLO, julio 1992, p.246.

También resulta de interés analizar la evolución de los precios de los productos finales frente a los de los insumos, relación que corresponde a los términos de intercambio del sector. En el Gráfico 12 se observa la caída de dichos términos de intercambio sectoriales como consecuencia del desmonte del sistema de protección a los productos finales. Si bien es cierto que también la protección arancelaria se ha reducido para las importaciones de maquinaria agrícola, su participación dentro de los costos de producción del sector es baja y ha tendido a disminuir en los últimos meses. Por su parte, los precios de los insumos, producidos en su mayoría nacionalmente, han evolucionado con la inflación, lo mismo que los salarios. Así las cosas, la caída vertical de los precios al productor de la agricultura ha significado una reducción también de sus términos de intercambio frente al resto de la economía.

#### 5. La Evolución de los Precios Internacionales de Productos Agropecuarios

A la crisis del sector productor de cultivos transitorios del sector agropecuario ha venido a sumarse el descenso generalizado de los precios internacionales de los productos de exportación del sector. Esto ha ocurrido con las cotizaciones del café, el azúcar y el algodón. Los precios del banano han

#### Gráfico 12. TERMINOS DE INTERCAMBIO DE LA AGRICULTURA (Indice 1990=100)

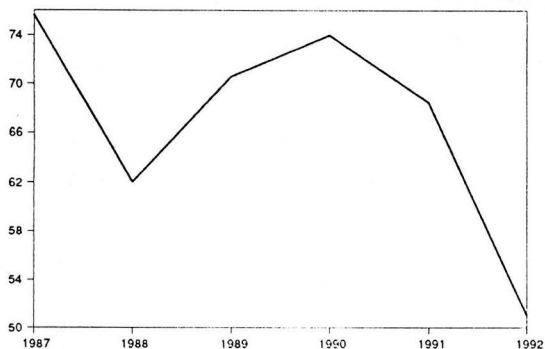


Fuente: Banco de la República, Indices de precios al productor, DANE, IDEMA. Cálculos de Fedesarrollo.

mantenido sus niveles reales, con una pequeña tendencia a aumentar (Gráficos 13 a 16).

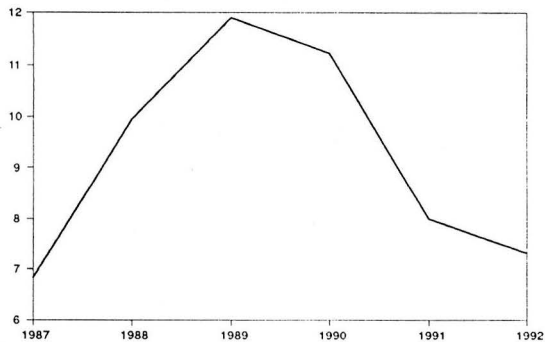
Esta evolución de los precios de los productos exportables ha magnificado el impacto del desmonte de la protección a la producción de bienes importables del sector, básicamente porque ha dificultado la reasignación de recursos. La apertura persigue una reasignación de la producción agropecuaria desde bienes no competitivos hacia bienes que se producen con ventaja comparativa. Aunque este tipo de reasignación está restringida por la estructura de propiedad en el sector, la calidad de los recursos y la vocación

**Gráfico 13. PRECIO REAL DEL ALGODON EN EL MERCADO INTERNACIONAL (US\$ DE 1988)**



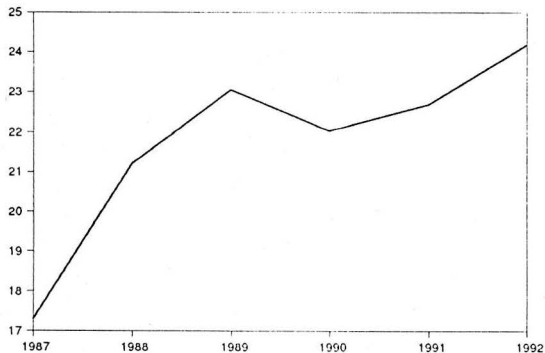
Fuente: FMI.

**Gráfico 14. PRECIO REAL DEL AZUCAR EN EL MERCADO INTERNACIONAL (US\$ DE 1988)**



Fuente: FMI.

**Gráfico 15. PRECIO REAL DEL BANANO EN EL MERCADO INTERNACIONAL (US\$ DE 1988)**



Fuente: FMI.

**Gráfico 16. PRECIO REAL DEL CAFE EN EL MERCADO INTERNACIONAL (US\$ DE 1988)**



Fuente: FMI.

de las tierras, y por lo tanto, es compleja y limitada, en caso de que ocurra, debe estar determinada por las rentabilidades relativas de los productos. Una situación de caída generalizada de precios de los bienes alternativos de producción hace más difícil y traumático el proceso de reasignación.

La iniciativa de constituir Fondos de Estabilización de Precios para los productos de exportación, en caso de funcionar, aliviará esta situación. Aunque el fondo creado por el cacao ha funcionado relativamente bien, no resulta claro que en otros productos se logren constituir fondos con los suficientes recursos como para adelantar la tarea de sustentación de los precios. Estos, además, seguramente serán realidades en el mediano plazo y no en el corto plazo.

## **6. La Política Agrícola en el Contexto de la Apertura**

Como se ha analizado, la crisis del sector agropecuario debe entonces atribuirse en buena parte a la transición hacia la apertura económica. En tal caso, era previsible que se registraran las tendencias que se han presentado. La pregunta es, entonces, por qué no se diseñaron políticas para aminorar el impacto de dicha transición?

De acuerdo con lo expresado en el Plan de Desarrollo, la política agrícola tiene exclusivamente un horizonte de mediano plazo, y busca (a) concentrar la inversión en aquellas actividades en las que el país tiene una clara ventaja comparativa, (b) propiciar la adecuación institucional, y (c) impulsar el acceso de los productos colombianos a los mercados internacionales.

El Plan basa su estrategia agrícola principalmente en la adecuación de tierras. Para ello, el Ministerio ha presentado al Congreso un proyecto de ley que contempla la creación del Subsector de Adecuación de Tierras, como organismo de financiamiento de los proyectos de riego impulsados tanto por el sector público, como por el sector privado.

En lo que toca a la transferencia de tecnología, otro de los pilares básicos de la política agrícola, con el propósito de darle un vuelco a la investigación agrícola, se ha reorientado la investigación hacia el sector privado y se han creado las Umatas (Unidades Municipales de Asistencia Técnica), que buscan impulsar el proceso de transferencia de tecnología con el apoyo del ICA, el DRI y otras entidades municipales.

El único componente de la política oficial en el que se advierte preocupación por el costo de la transición es el Plan de Modernización y Diversificación Agrícola aprobado por el Conpes en octubre de 1991. Allí se identifican cuatro productos —trigo, cebada, sorgo y fique—, como especialmente sensibles a la apertura económica. Estos son productos de economía campesina, que se encontraban muy protegidos por el régimen anterior. Para aminorar el costo del ajuste sobre los productores campesinos, se diseñaron políticas de corto plazo, en particular, de aseguramiento de compra de las cosechas por un período de 2 años, y de más largo plazo, a través de aumentos de la productividad.

Infortunadamente, esta estrategia fue concebida tan solo para un grupo muy limitado de productos y, lo que es peor, su ejecución todavía no se ha

iniciado, dejando desprotegidos también a los productores campesinos cuya situación económica se aspiraba defender.

## **7. Consideraciones Finales**

Como lo postula la teoría económica más tradicional, el modelo de apertura beneficia sobre todo al sector agropecuario, al reducir sustancialmente las transferencias que debe efectuarle al resto de la economía. Sin embargo, los costos de transición a la nueva situación no son despreciables, ya que dependen no sólo del grado de protección anterior sino, también, de las posibilidades de reasignación de los recursos a actividades rentables y de la velocidad con la que pueda llevarse a cabo el proceso.

En el caso colombiano, el sector agrícola, especialmente el productor de bienes transitorios importables, se encontraba excesivamente protegido antes de que se introdujera la apertura económica. El llamado Plan de Oferta Selectiva otorgaba un nivel de protección incluso mayor del que le aseguraba de por sí el modelo de sustitución de importaciones. En este sentido no es de extrañar que el costo de ajuste esté resultando tan elevado, y mucho más alto que en otros países de América Latina que se han embarcado en un proceso de reformas estructurales de similar naturaleza<sup>2</sup>.

Aquí se han analizado algunos de los aspectos que ha implicado este proceso de transición. La crisis coyuntural del sector es consecuencia previsible de la aplicación del nuevo modelo, quizás en parte magnificada por factores exógenos como la ausencia de lluvias, la caída de los precios de los productos de exportación y la revaluación del tipo de cambio.

El proceso de ajuste, además, puede tomar un tiempo relativamente largo, si se tiene en cuenta que tienen que operar fuertes procesos de

---

<sup>2</sup> Véase FAO (1992).

reasignación de los recursos al interior del sector agropecuario y entre éste y el resto de la economía. En numerosas regiones, la crisis de la producción tendrá que reflejarse en los precios de los factores de producción, como la tierra y la mano de obra. La caída en las remuneraciones de estos factores será necesaria para permitir la reasignación de recursos, de forma que lleguen a producirse a un costo competitivo sólo los productos agrícolas en los cuales el país puede tener ventaja relativa. La duración e intensidad de este proceso es desconocida. También se ignoran los efectos, quizás nada despreciables, que pueden producirse sobre los indicadores sociales en las zonas más duramente afectadas.

### III. EL COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES

Como había sido previsto en diversos medios, en meses recientes llegó a su fin el auge de las exportaciones menores. La revaluación de 14% entre enero y junio de 1992, junto con el desmonte de los sistemas de promoción a las exportaciones a un ritmo incluso más rápido del proyectado originalmente, ocasionó un descenso del orden del 17% en la rentabilidad del negocio exportador con respecto al promedio de 1990, cuando había alcanzado su punto máximo.

Tal evolución del tipo de cambio se comenzó a reflejar sobre las exportaciones menores, desde mediados del año de 1991, en una primera etapa, al disminuir su ritmo de crecimiento. Sin embargo, hasta marzo de 1992 no se registraban tasas negativas en la evolución de esta variable. Solamente algunos rubros de productos industriales mostraban caídas de valores nominales en esta etapa. A partir del mes de abril la situación de las exportaciones comenzó a hacerse más crítica, toda vez que empezaron a registrarse disminuciones de las ventas totales y, especialmente, en el rubro de productos no tradicionales. Entre enero y mayo de 1992, las ventas externas totales disminuyeron en 3.6%, y las menores en 9.6%.

En el mes de junio el tipo de cambio representativo del mercado comenzó a devaluarse más rápidamente que en meses anteriores, como consecuencia del éxito en materia de la disminución en las tasas de interés de la economía. Esta tendencia se aceleró en julio, devolviéndole rentabilidad a las exportaciones colombianas, pero se revirtió nuevamente en agosto por efecto del alza en las tasas de interés y la consecuente caída en el precio del certificado de cambio, que es la base de la tasa de cambio representativa para todas las transacciones comerciales.

Es incierto el curso que tomen las ventas externas ante este comportamiento. En especial, porque la tasa de cambio se ha tornado en una variable de gran inestabilidad en el último año. Hasta el mes de julio, las perspectivas parecían favorables y había buenas posibilidades de que se recuperaran las exportaciones menores de bienes industriales. Esto se deduce de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, en la cual, más de un 40% de los empresarios de la muestra consideraba que las cantidades exportadas en el trimestre mayo-julio habían aumentado, y cerca de un 54% tenía expectativas de aumentos adicionales en el trimestre agosto-octubre.

Así mismo, la mayor parte de los encuestados señalaba que, no obstante la recesión mundial, no estaba debilitándose la demanda externa para sus productos, como tampoco la rentabilidad de sus propias ventas externas.

Sin embargo, estas respuestas fueron anteriores a la revaluación que se presentó en agosto. Además, un porcentaje elevado y creciente de exportadores manifestó haber encontrado problemas asociados a la infraestructura de servicios para la exportación: un 67% enfrentó problemas de transporte internacional, un 86% de servicios portuarios, un 89% de transporte interno y un 94% de energía eléctrica (Cuadro 5). Estas respuestas señalan que el desempeño de las exportaciones menores ha llegado a un punto en el que no sólo depende de la evolución de la tasa de cambio. La dinámica

**Cuadro 5. COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES (% de respuestas)**

	Total	
	Aumento	Disminución
I. Cantidad Exportada en el último trimestre	40	17
II. Cantidad Exportada en el próximo trimestre	54	22
	Desfavorablemente	Favorablemente
III. En el último trimestre qué factores que afectaron actividad exportadora		
A. Transporte internacional	67	33
B. Servicios portuarios	87	15
C. Transporte interno	85	15
D. Crédito	37	63
E. Sistema Plan Vallejo	35	65
F. Energía eléctrica	93	7

**Fuente:** Encuesta de Opinión Empresarial, FEDESARROLLO, julio 1992.

exportadora, esencial dentro del modelo de apertura, está siendo obstaculizada además por la insuficiencia de servicios e infraestructura pública.

En estos campos, pocos han sido los avances logrados por el gobierno. En materia portuaria, aunque se ha procedido a privatizar el sector, el proceso apenas ha avanzado y aún no ha significado expansiones de la capacidad portuaria propiamente dicha. Tampoco se han visto inversiones importantes en materia de infraestructura de transporte interno. Y en cuanto al internacional,

si bien la política de "cielos abiertos" ha significado un aumento en el número de aerolíneas operando en el país, estos servicios y los del transporte marítimo aún se encuentran en proceso de adecuación a las necesidades de la apertura. Los resultados de la EOE confirman, además, la apreciación de Fedesarrollo en el sentido de que el racionamiento eléctrico habría de acarrear efectos adversos sobre el desempeño de las exportaciones menores.

#### IV. LA SITUACION FISCAL Y EL FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT

##### A. Situación Fiscal después de la Reforma Tributaria

Con la aprobación de la reforma tributaria en los primeros días de julio se despejó parcialmente el panorama fiscal para 1992, aunque no así para 1993. Si no se hubiera aprobado dicha reforma la situación se habría tornado más complicada, pero varios hechos recientes indican que las complicaciones fiscales no están totalmente conjuradas. Según cifras del gobierno, en virtud de lo aprobado, se podrá reducir el déficit fiscal de 1992 de 2.8% a cerca de 1.2% del PIB (1.0% teniendo en cuenta el ajuste por ejecución).

Según las propias autoridades económicas la reforma se justificaba, en una primera instancia, por la situación fiscal complicada que habían generado tres factores fundamentales: (a) el desmonte de los impuestos al comercio exterior como consecuencia de la apertura económica; (b) el aumento de las transferencias del IVA a las entidades territoriales; y, (c) los diversos compromisos fiscales que surgieron como consecuencia de la promulgación de la nueva Constitución.

##### B. El Déficit Fiscal

Como consecuencia de la reforma, los ingresos de la nación aumentarán en 1992 a una tasa cercana al 33%. Dentro de estos ingresos corrientes se



incluyen los recaudos que obtendrá el fisco por efecto de la suscripción obligatoria de los Bonos de Desarrollo Social y Seguridad Interna (BDSI), que se han contabilizado como ingresos fiscales, aunque su naturaleza jurídica así como su vigencia para este año están actualmente en entredicho. También cambiará la composición de los recursos tributarios: los provenientes de comercio exterior disminuirán de 36 al 18%, mientras que el impuesto a la renta se incrementará de 44% al 58% y el IVA del 20 al 23%.

No obstante la reforma, se presentará un déficit del sector público como un todo, ya que se estima que los pagos corrientes se incrementarán más que los ingresos, en 44%. Entre los pagos corrientes más importantes, las transferencias crecerán en 50%

por mayores pagos a las regiones. Otros factores que explican este aumento tan importante del gasto son la cancelación de deudas con el magisterio, la liquidación de Colpuertos y otros planes de retiro, como consecuencia de la reestructuración que se viene adelantando en muchas entidades del sector público.

Pero quizás lo más sorprendente de las proyecciones fiscales más recientes es el crecimiento de los pagos por salarios (servicios personales), que será de 42%, cifra muy superior al aumento general salarial decretado a principios de año para el sector público (27%), y al aumento proyectado en el Plan Financiero y Macroeconómico aprobado por el CONPES en febrero (25%), como se muestra en el Cuadro 6. Según el propio gobierno, este creci-

**Cuadro 6. INGRESOS Y GASTOS TOTALES DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO, ANTES Y DESPUES DE LA REFORMA TRIBUTARIA**

	Miles de millones de pesos			% Variación	
	1991	1992 <sup>a</sup>	1992 <sup>b</sup>	1992 <sup>a</sup> /1991	1992 <sup>b</sup> /1991
<b>I. INGRESOS TOTALES</b>	10328.5	13593.8	13182.5	31.6	27.6
<b>II. PAGOS TOTALES</b>	10295.0	13732.3	13592.1	33.4	32.0
A. Corrientes	8290.0	10827.0	10779.0	30.6	30.0
1. Intereses externos	649.8	716.6	757.3	10.3	16.5
2. Intereses internos	350.8	557.0	526.0	58.8	49.9
3. Otros	7289.4	9453.5	9495.8	29.7	30.3
a. Servicios personales	896.3	1127.6	1302.3	25.8	45.3
b. Operaciones comerciales	1822.7	2066.7	2030.5	13.4	11.4
c. Transferencias	2121.7	2834.4	2908.4	33.6	37.1
d. Otros	2448.7	3404.8	3254.6	39.0	32.9
B. De capital	2005.0	2905.3	2813.1	44.9	40.3
1. Formación bruta	1910.0	2752.2	2704.5	44.1	41.6
2. Otros	95.0	153.0	108.5	61.1	14.2
<b>III. DEFICIT O SUPERAVIT</b>	21.1	-173.7	-409.6		

<sup>a</sup> Plan Macroeconómico y Financiero 1992, aprobado por el CONPES, febrero 1992 (Antes de la Reforma Tributaria)

<sup>b</sup> Plan Macroeconómico y Financiero, 1993, aprobado por el CONPES, julio 1992 (Después de la Reforma Tributaria).

Fuente: Plan Macroeconómico y Financiero, DNP.

miento se explica por los reajustes que se realizaron por fuera del decreto de reajuste salarial, los cuales debieron ser bastante apreciables para llegar a la tasa de aumento señalada.

Ello resulta a todas luces preocupante puesto que refleja la poca capacidad del sector público para controlar efectivamente sus gastos salariales. Contrasta además con lo expresado en el Plan de Desarrollo, según el cual, en los próximos años se haría un esfuerzo por controlar este tipo de erogaciones, de tal manera que en ningún caso superarían la inflación, en aras de conservar el equilibrio fiscal. Pero quizás más grave aún, está en abierta contradicción con los compromisos que adquirió el gobierno con el Congreso al aprobarse la reforma tributaria, puesto que en el texto final de la Ley 6a. se expresó claramente que se harían todos los esfuerzos para mantener el gasto público bajo control. Los mayores gastos que se harán por servicios personales serán sustituidos por el rubro "otros pagos" cuyo componente más importante es los pagos que tendrá que hacer la nación por concepto de demandas en su contra.

En el Cuadro 7 se presentan las estimaciones realizadas por el gobierno para el déficit fiscal en 1992. Allí se aprecia claramente que la entidad que más contribuirá será el Fondo Nacional del Café, con un déficit de \$332 mil millones (0.98% del PIB). Como se sabe, la caída de los precios internacionales del grano ha llevado a que el Fondo tenga que asumir la diferencia entre el precio interno y la cotización externa, con el agravante de que la producción interna ha seguido incrementándose. Con un déficit abultado aparece también el sector eléctrico (0.72% del PIB), debido a una menor facturación que se espera en las empresas del sector como consecuencia de los racionamientos y los mayores gastos que implicará la conexión eléctrica con Venezuela.

Por su parte, el gobierno central, concentrará una buena parte del desequilibrio fiscal (0.38% del

PIB), como consecuencia de la decisión de asumir algunas deudas de otros sectores, y de hacer transferencias al eléctrico (US\$410 millones), cafetero (US\$250 millones), Metro de Medellín (US\$197 millones) y Carbocol (US\$47 millones)<sup>3</sup>.

### C. El Financiamiento

De acuerdo con cifras del gobierno, el financiamiento del déficit se hará recurriendo principalmente al endeudamiento interno, debido a la situación externa generada por la acumulación excesiva de divisas. El crédito externo neto será negativo en \$198,000 mil millones (unos US\$300 millones) o 0.58% del PIB en el presente año. Nótese, sin embargo, que esta magnitud fue todavía menor el año anterior, cuando el crédito externo neto representó -0.91% del producto. Estas cifras incluyen las operaciones de pago anticipado de la deuda externa previstas en US\$ 350 millones, de las cuales se han efectuado US\$ 200 millones.

Por su parte, el uso de recursos domésticos ascenderá a \$820 mil millones, dentro de los cuales se planea que unos \$580 mil millones (US\$750 millones) sean producidos por la colocación de bonos en el mercado interno de capitales, otros \$144 mil millones correspondan a los TAC para el Fondo Nacional del Café, y el resto sean producto de las financiaciones para el sector eléctrico mediante las captaciones e intermediaciones de la FEN.

Aún cuando esta estrategia de financiamiento del déficit se considera saludable y recoge recomendaciones anteriores de Fedesarrollo, todavía hay algunos puntos que merecen tenerse en cuenta para asegurar su éxito.

La sustitución del financiamiento externo por el interno es acertada, en principio, no solamente

---

<sup>3</sup> Véase Plan Macroeconómico y Financiero 1993, Documento DNP-2607.

**Cuadro 7. SUPERAVIT (+) O DEFICIT (-) DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO, 1989-1991**

	Miles de millones de pesos			Porcentajes del PIB		
	1991	1992p	1993p	1991	1992p	1993p
<b>I. GOBIERNO CENTRAL</b>	-132.2	-129.0	-443.0	-0.51	-0.38	-1.00
<b>II. SECTOR DESCENTRALIZADO SIN FNS</b>	336.6	51.0	46.0	1.29	0.15	0.10
A. Ecopetrol	51.8	196.0	339.0	0.20	0.58	0.83
B. Carbocol	44.3	-29.0	1.0	0.17	-0.08	0.00
C. Telecom	46.0	32.0	63.0	0.18	0.09	0.15
D. ISS	79.3			0.30		
E. Sector eléctrico	-42.2	-246.0	-112.0	-0.16	-0.72	-0.26
F. Metro Medellín	63.2	-91.0	-263.0	0.24	-0.27	-0.61
G. Resto 94.2	189.0	18.0	0.36	0.57	0.04	
<b>III. FONDO NACIONAL DEL CAFE</b>	-59.4	-332.0	-146.0	-0.23	-0.98	0.34
<b>IV. SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO</b>	145.0	-342.0	-512.0	0.56	-1.00	1.18
<b>V. FINANCIAMIENTO</b>						
A. Crédito externo neto	-239.1	-198.5	581.5	0.91	-0.58	1.34
1. Crédito de mediano y largo plazo	-203.3	-207.4	583.8	0.77	-0.61	1.35
a. Desembolsos	926.1	1119.8	1812.8	3.51	3.29	4.19
b. Amortizaciones	1129.4	1327.2	1229.0	4.28	3.90	2.84
2. Crédito de corto plazo neto		8.9	-3.5		0.03	0.01
B. Crédito interno neto	537.0	820.0	55.9	2.03	2.41	0.13
1. Desembolsos	1355.8	1354.9	683.7	5.14	3.98	1.58
2. Amortizaciones	818.8	534.8	627.6	3.10	1.57	1.45
C. FODEX	-245.9	27.4	-	-0.93	0.08	
1. Giros y redenciones	40.1	35.4	-	0.15	0.10	
2. Reintegros y colocaciones	285.9	8.0	-	1.08	0.02	
D. Otros	-72.4	-318.0	-130.2	-0.27	-0.93	0.93

p: DNP, Programa Financiero y Macroeconómico 1993.

Fuente: Plan Financiero y Macroeconómico 1993, DNP.

porque ayudará a eliminar las presiones cambiarias, sino porque puede incluso contribuir a la absorción de excedentes de liquidez en manos del sector privado. La aplicación concreta de esta estrategia de sustitución del endeudamiento externo por el interno debe caracterizarse por su eficiencia y realismo. Con respecto a la eficiencia, tal como lo han sugerido expertos en el tema<sup>4</sup>, deben considerarse como primera alternativa para su pago anticipado aquellos préstamos que se contrataron

a las más altas tasas de interés. Sería a todas luces ineficiente, desde un punto de vista económico, cancelar préstamos externos que el país ha recibido a tasas un punto por encima de "prime rate" o "libor", y sustituirlos por papeles de deuda interna

<sup>4</sup> En particular, Garay (ex- asesor del gobierno en las negociaciones de deuda externa), tal como lo plantea en "", *Debates de Coyuntura Económica*, No25, FEDESARROLLO, septiembre de 1992.

con intereses en dólares de 8 puntos, como los recientemente colocados por el gobierno.

Entre los préstamos que deben recibir prioridad en una estrategia de pagos anticipados se destacan, en primer lugar, los créditos otorgados por proveedores internacionales y agencias oficiales a entidades públicas para la adquisición de bienes, maquinaria y equipos. Para sustituir estas fuentes de financiamiento comercial el gobierno deberá establecer esquemas de crédito interno en dólares a través del Banco de la República o, preferiblemente, del Banco de Comercio Exterior.

Como alternativas intermedias para su cancelación inmediata pueden considerarse otro tipo de créditos externos tales como los bonos o papeles de deuda pública emitidos en condiciones competitivas no reestructurables, deuda de la banca multilateral para proyectos específicos, y créditos de libre disponibilidad y rápido desembolso con estos mismos organismos. En cambio, no es aconsejable el repago de créditos de deuda pública externa de riesgo comercial puro a tasas de interés bajas, y en cuya financiación aportaron recursos entidades multilaterales, o grupos de entidades financieras internacionales.

En lo que respecta al financiamiento interno por el cual sería sustituido este financiamiento externo, la mejor alternativa la constituyen los papeles de deuda pública de largo plazo que representen

nuevas posibilidades de ahorro para los agentes económicos. Sin embargo, los bonos emitidos en dólares no son una buena opción por su alto costo financiero, que a su vez se debe a la presencia de expectativas de revaluación, que deben ser compensadas con el pago de un mayor interés. Una mejor posibilidad para el endeudamiento interno de largo plazo son los papeles denominados en pesos a tasas de interés flotantes atadas a una tasa de interés de mercado, o denominados en pesos e indexados de acuerdo con el índice de precios al consumidor, y más una tasa real fija.

En cuanto al realismo de la política de financiamiento, el punto central es la viabilidad de colocar en el mercado interno de capitales US\$750 millones en títulos de deuda pública durante 1992. Puesto que hasta mediados de septiembre se habían colocado ya US\$300 millones, restarían US\$450 millones en lo que resta del año. Tal presión sobre el mercado podría inducir alzas en las tasas de interés, especialmente si se tiene en cuenta que además de este tipo de papeles, en lo corrido del año se han emitido bonos oficiales por valor de US\$350 millones a través de operaciones de mercado abierto y se ha recogido un monto equivalente a otros US\$260 millones en bonos de obligatoria suscripción (Bonos de Desarrollo Social y Seguridad Interna, BDSI). Un alza de tasas de interés sería contraproducente, puesto que exacerbaría el influjo de capitales que se quiere evitar.