

seminario sobre el
**PACTO DE SOLIDARIDAD ECONOMICA
Y SUS EFECTOS PREVISIBLES EN LAS
OPERACIONES BANCARIAS.**

19 de enero de 1988.

COMENTARIOS ACERCA DEL PACTO DE SOLIDARIDAD ECONÓMICA

Versión estenográfica de la participación
de Enrique Barraza /Bancomer

Un agradecimiento por la invitación a participar en esta reunión, y una disculpa al auditorio porque ya prácticamente estamos utilizando el tiempo que estaba dedicado a preguntas y respuestas.

¿Cuáles son las expectativas básicas del funcionamiento del Pacto de Solidaridad Económica?. ¿Cuál es la esperanza, no tanto de carácter religioso sino de carácter fundamentalmente matemático o esperanza estadística de que el Pacto funcione, atendiendo a los fundamentos de su concepción básica?.

El programa ante todo, es un ataque frontal a la inflación y una asimilación de condiciones diferentes a las de 1987, las que experimentaremos durante este año.

Básicamente, tenemos un ajuste fiscal impresionante; severo, que arroja cifras que permiten amortizar deuda externa, como es el caso esperado para 1988 en donde los financiamientos nominales externos son sumamente bajos y con una inflación cercana al 5% en la economía norteamericana, esperamos un deterioro de la deuda real en términos de bienes externos de cerca de 5%. Tenemos un servicio de la deuda externa también importante, y este superávit pretendido en las operaciones primarias del sector público permite básicamente realizar dichas transferencias, e incluso amortizar también deuda interna en términos reales.

-La gráfica (1) por favor. En el cuadro o gráfica que estamos presentando, esencialmente reconocemos (en la parte central del cuadro) un superávit primario del sector público de cerca de 8.3% como porcentaje del PIB; un pago de intereses sobre la deuda interna no monetaria de aproximadamente 0.6% del producto, que estaría asociado a una tasa real de interés del 3.8% aplicable a la deuda, multiplicada por el saldo de la deuda pública interna que paga intereses, y que representaría aproximadamente el 17% del PIB. El tercer término sería la amortización e intereses de la deuda externa que el sector público realizaría en 1988, consecuencia de una tasa real de interés que nosotros estimamos en aproximadamente 4% y una amortización en términos reales sobre la deuda externa, que sería el término (a'), de aproximadamente 5%.

Entonces, el superávit primario que se espera generar durante 88 es suficiente para cubrir los gastos reales de intereses sobre la deuda interna y realizar la amortización e intereses de la deuda externa y tener, todavía, un financiamiento real interno como porcentaje del PIB negativo; o lo que es lo mismo, amortizar deuda interna a una tasa aproximada de 9%, tasa que resulta de considerar que la deuda interna estaría constituida por deuda interna no monetaria por aproximadamente 17% del producto, y deuda interna monetaria señalado por el término (m) de cerca del 3%. Entonces, sobre una base de deuda interna de aproximadamente 20%, la tasa de amortización implícita sobre esa deuda equivaldría a cerca de 9%.

FINANCIAMIENTO INTERNO REAL AL SECTOR PÚBLICO

Proporciones respecto al PIB

Superávit Primario	Gasto Real Intereses. Deuda Interna No Monetaria.	Amortización e intereses de la Deuda Externa	Financiamiento Real Interno / PIB																	
SPR	+	$r \theta$	+	$(r' + a') \theta'$	=	$a(\theta + m)$														
-8.30%		0.61%		5.85%		-1.84%														
<table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="width: 70%;">θ : Deuda no monetaria del sector público (Prop.del PIB)</td> <td style="text-align: right; width: 30%;">16.00%</td> </tr> <tr> <td>m : Deuda monetaria del sector Público</td> <td style="text-align: right;">4.00%</td> </tr> <tr> <td>θ' : Deuda Pública externa (prop. del PIB)</td> <td style="text-align: right;">65.00%</td> </tr> <tr> <td>r : Tasa real de interés interna</td> <td style="text-align: right;">3.80%</td> </tr> <tr> <td>r' : Tasa real de interés externa</td> <td style="text-align: right;">4.00%</td> </tr> <tr> <td>a : Tasa de amortización real de la deuda interna</td> <td style="text-align: right;">9.20%</td> </tr> <tr> <td>a' : Tasa de amortización real de la deuda externa</td> <td style="text-align: right;">5.00%</td> </tr> </table>							θ : Deuda no monetaria del sector público (Prop.del PIB)	16.00%	m : Deuda monetaria del sector Público	4.00%	θ' : Deuda Pública externa (prop. del PIB)	65.00%	r : Tasa real de interés interna	3.80%	r' : Tasa real de interés externa	4.00%	a : Tasa de amortización real de la deuda interna	9.20%	a' : Tasa de amortización real de la deuda externa	5.00%
θ : Deuda no monetaria del sector público (Prop.del PIB)	16.00%																			
m : Deuda monetaria del sector Público	4.00%																			
θ' : Deuda Pública externa (prop. del PIB)	65.00%																			
r : Tasa real de interés interna	3.80%																			
r' : Tasa real de interés externa	4.00%																			
a : Tasa de amortización real de la deuda interna	9.20%																			
a' : Tasa de amortización real de la deuda externa	5.00%																			

Es evidente que la amortización e intereses de la deuda externa ha sido un elemento muy significativo que ha venido afectando a la economía mexicana desde 1982, y particularmente a las finanzas públicas.

- La siguiente gráfica (2) por favor.- Nuestra medición de la transferencia real de recursos al exterior por amortización e intereses, reconoce que dicha transferencia debe considerar correcciones por variaciones del tipo real de cambio; ya que si el tipo real de cambio por ejemplo se apreciara en 10%, la transferencia real de recursos podría ser menor al 5.85% del PIB y reducirse hasta cerca del 5.26% del producto. En contraste, si el tipo real de cambio sufriera una depreciación del 20%, la transferencia real de recursos podría aumentar hasta cerca del 7% del producto. Esto se menciona para señalar la importancia que el tipo real de cambio ejerce, no quizás en las exportaciones, pero si en las mediciones de la transferencia real de recursos por amortización e intereses de la deuda pública externa.

Históricamente las estadísticas- la siguiente gráfica (3) por favor.- reflejan, en relación a la corrección tan impresionante en el superávit primario que ha ocurrido en la economía desde 1981 a la fecha, que parte de esa reducción en el déficit y esa generación tan elevada del superávit ha sido necesaria para realizar la transferencia real de recursos al exterior.

Una gráfica adicional (4) incorpora, además de la amortización e intereses de la deuda externa, los ingresos petroleros y las importaciones del sector público, quedando incorporados, entonces, los flujos netos de ingresos externos; lo que nosotros conceptualmente evaluamos como la balanza de pagos del sector público.

Esta balanza, refleja un deterioro sustancial desde 81 hasta 86, principalmente por la caída de precios de petróleo y muestra cierta recuperación por el financiamiento transitoriamente elevado de 87, pero con la expectativa de que se deteriore en 1988.

Esta balanza de pagos está medida en millones de dólares de 1980, o sea en términos de bienes externos y también en miles de millones de pesos de 1980, para medirla en términos de bienes domésticos. La diferencia entre ambas mediciones obedece a que hemos experimentado un tipo real de cambio sustancialmente alto de 82 a la fecha y entonces la caída en términos de bienes domésticos de los ingresos netos del sector público provenientes del exterior es menor de lo que lo es en términos de bienes del exterior.

Estos elementos se destacan para enfatizar que gran parte del ajuste contemplado en el programa de 1988 obedece a asimilar condiciones externas muy desfavorables por la pérdida de financiamiento externo, en conjunción con un ataque frontal a la inflación.

La amortización de deuda pública interna en términos reales en conjunción con una contracción crediticia real al sector privado y una baja, nula o quizás negativa acumulación de reservas, parecerían precondiciones indispensables para inducir el ajuste monetario requerido que sea compatible con los objetivos de bajar la inflación.

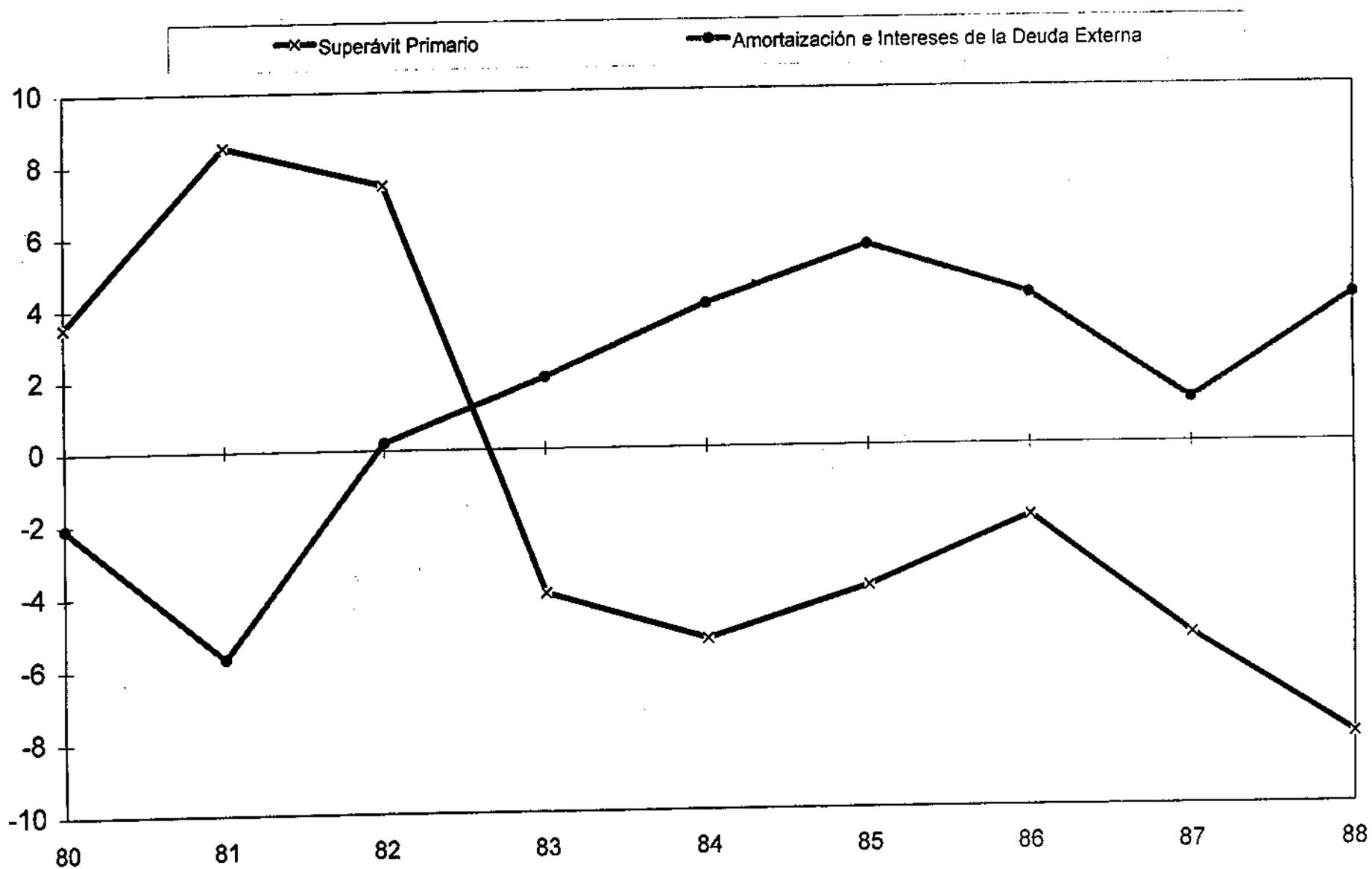
TRANSFERENCIA REAL AL EXTERIOR POR AMORTIZACION E INTERESES DE LA DEUDA

$$T = (r^* + a^*) (1 + \hat{e}) \theta'$$

Si :

\hat{e}	=	0%	→	T=	5.85%
\hat{e}	=	-10%	→	T=	5.26%
\hat{e}	=	10%	→	T=	6.43%
\hat{e}	=	20%	→	T=	7.02%

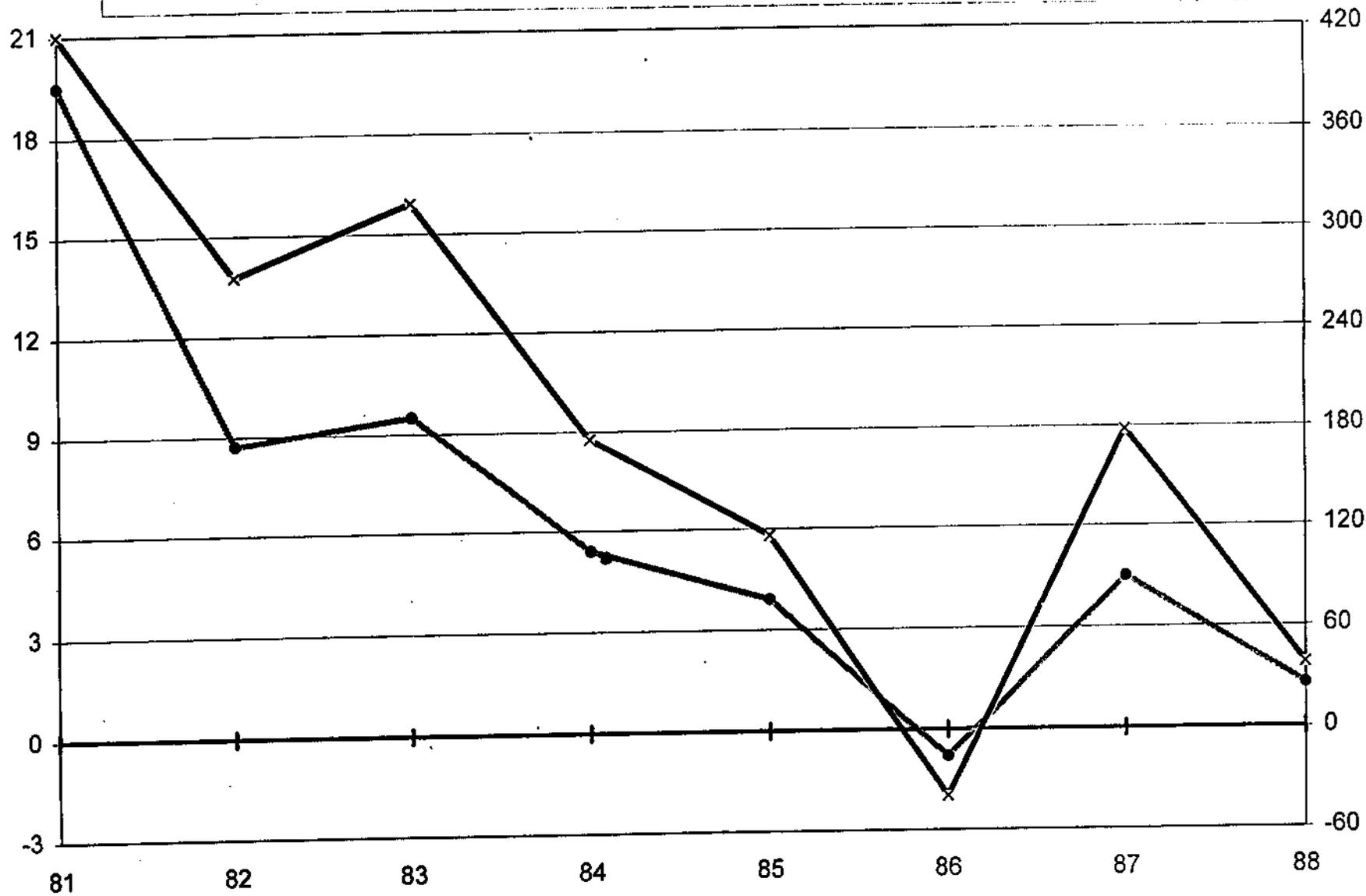
SUPERÁVIT PRIMARIO Y AMORTIZACIÓN E INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA (porcentaje del PIB)



BALANZA DE PAGOS DEL SECTOR PÚBLICO

● Miles de Millones de Dólares de 1980

✕ Miles de Millones de Pesos de 1980



Dicho ajuste debe consistir básicamente, en reducir la tasa de crecimiento nominal de los agregados monetarios relevantes, que inciden sobre el proceso de aumento en los precios.

A este respecto quisiera enfatizar, a través de la siguiente gráfica (5), la influencia tan significativa que tiene el agregado monetario M-5 sobre el nivel de precios. La gráfica que se señala mide las variables en logaritmos naturales, y la correlación entre el agregado monetario M-5 y los precios, es mucho más estrecha que la correlación entre el agregado M-1 y los precios. La razón de ello, fundamentalmente siendo que, en un proceso inflacionario elevado, con instrumentos del sistema bancario sumamente líquidos, estos instrumentos a plazo del sistema bancario tienden a ser sustitutos muy cercanos de los medios de pago en una definición relevante de dinero, entendida ésta como "almacenamiento temporal de poder de compra" como algunos economistas lo definen. La extrema liquidez de los llamados instrumentos financieros del sistema, caracterizados por su extrema bursatilidad, por su plazo extremadamente corto, por las facilidades tecnológicas que permiten movilidades muy rápidas de ciertos instrumentos a cuenta de cheques y demás, puede ser la razón de que el control del agregado monetario relevante (para controlar la inflación) puede ser más el control del agregado monetario global, que el control del agregado monetario estrecho, constituido por cuentas de cheques y depósitos a la vista.

Se observa, en la gráfica, que no obstante la corrección impresionante del déficit primario del sector público experimentada en los últimos años, la dificultad para controlar el crecimiento de los agregados monetarios globales, produjo tasas sistemáticamente altas de inflación en el período. Es más bien el déficit financiero nominal que estimula el crecimiento de los agregados monetarios globales, lo que parece incidir significativamente en la inflación. No se niega el efecto tan importante que la acumulación de reservas tuvo en 1987.

- La siguiente gráfica (6) por favor-. La acumulación de reservas en 87, tuvo que ser financiada por el sistema, y estimuló también un crecimiento muy importante del agregado monetario M5, junto con el servicio de la deuda interna que implicó elevados requerimientos financieros nominales del sector público, porque la inflación es un fenómeno fundamentalmente monetario y, desde luego, que si ustedes expresan en términos reales el índice de precios, les dará una constante igual a uno.

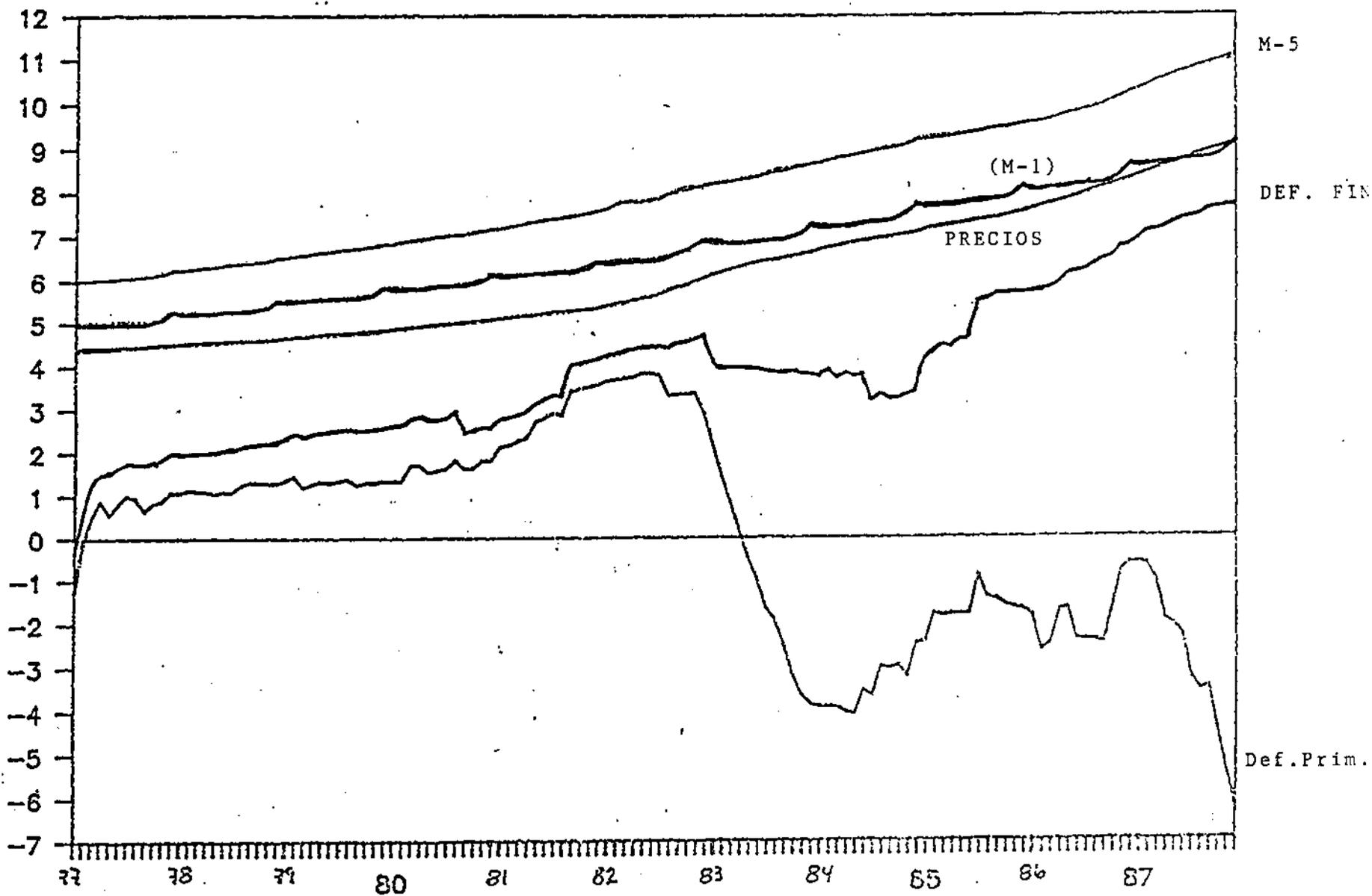
La pregunta crucial, entonces, es si el cálculo ex-ante de que el sector público amortizará deuda interna en términos reales en 1988, asegura automáticamente un bajo crecimiento nominal de los agregados monetarios. Nuestra consideración básica, o nuestra respuesta es que es necesario, mediante un adecuado manejo de política de tasas de interés y del tipo de cambio lograr en la etapa inicial del programa, bajos requerimientos nominales de financiamiento al sector público.

La naturaleza del déficit gubernamental, de carácter eminentemente financiero, señala con claridad que es la tasa de interés aplicable a la deuda interna, -la tasa nominal de interés,- la que determina en gran parte el déficit nominal del sector público, el cual es muy difícil de ser reducido únicamente a través de ajustes compensatorios en el superávit primario.

PRECIOS M1 , M5 Y DEFICIT GUBERNAMENTAL

(LOGARITMOS NATURALES)

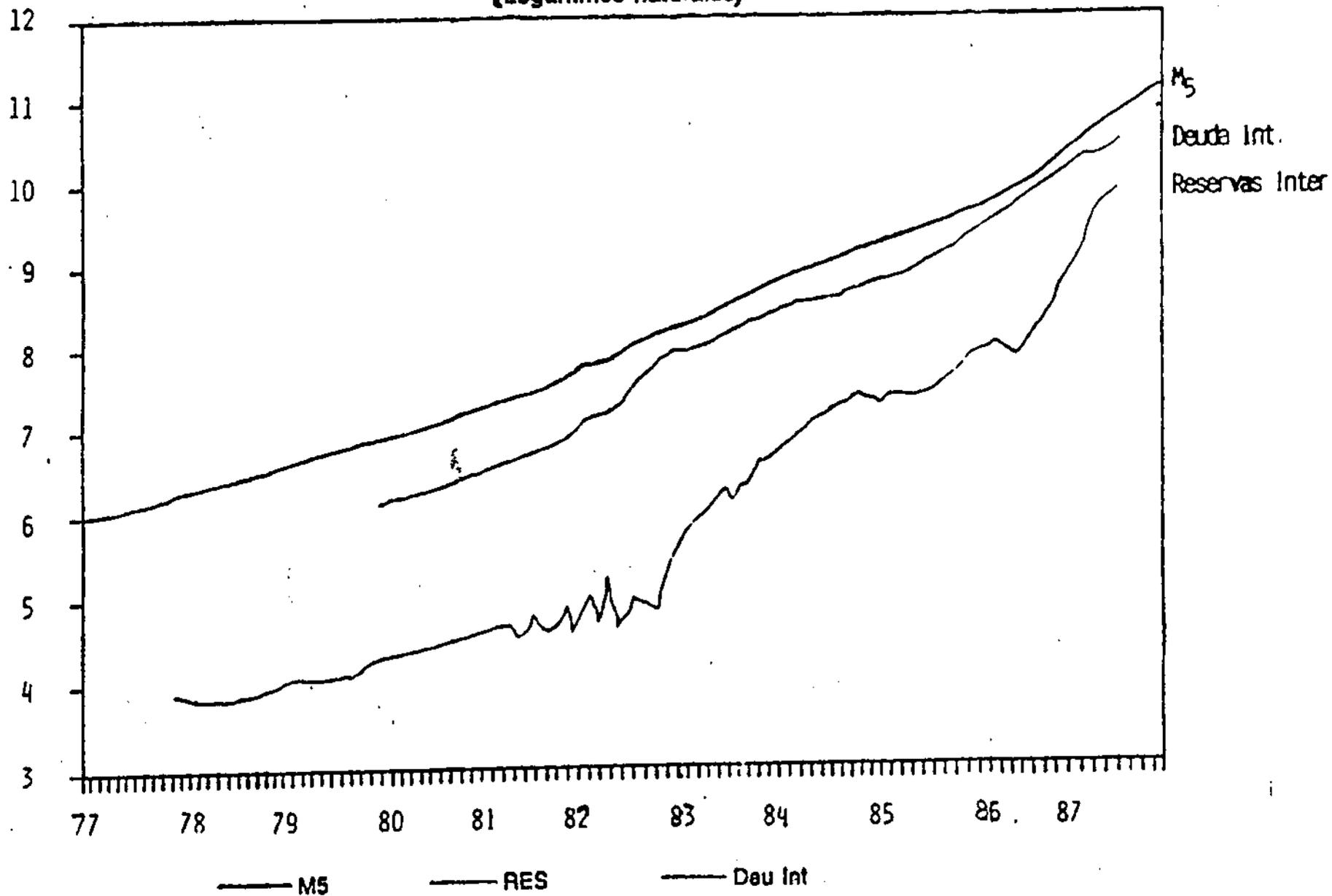
GRAFICA No. 5



- M5
- M1
- PRECIOS

- DEFICIT FINANCIERO /12 MESES
- DEFICIT PRIMARIO /12 MESES

M5, RESERVAS Y DEUDA INTERNA.
(Logaritmos naturales)



A nuestro juicio, es necesario ser en extremo cautelosos para evitar la experiencia de 87.

- La siguiente gráfica (7) por favor-. La siguiente gráfica lo único que muestra es que la relación del agregado monetario M5 con el ingreso nominal es la relación más estable; relación que no se mantiene con el resto de los agregados M1, M3, etc.

- La siguiente gráfica (8) por favor-. Observemos que fué lo que ocurrió en la segunda parte de 87 y que a nuestro juicio es muy importante evitar en esta primera parte del programa. La experiencia nos dice que la "inercia " a mantener elevados crecimientos de los agregados monetarios nominales y por tanto preservar altas tasas de inflación; persistió, aún cuando se diseñó una estrategia antinflacionaria fincada en mantener un ritmo de desliz cambiario muy por debajo de la inflación. Eso se ve claramente a partir de mayo del 87, donde el área sombreada de la gráfica señala el desliz del tipo de cambio; las otras dos líneas son la tasa de inflación anualizada y la tasa de interés también anualizada que se experimentaron durante los últimos meses de 87.

Como se ve claramente en la gráfica, se decidió mantener un desliz del tipo de cambio muy por debajo de la inflación y de la tasa de interés que anduvo bordeando los niveles de inflación. Las tasas de interés se preservaron entonces altas a pesar de la reducción de la tasa de desliz cambiario y a pesar de que se creaban diferenciales muy importantes con los rendimientos de mantener activos financieros en el exterior en espera de que la inflación disminuyera, continuándose con una generación de elevados requerimientos financieros del sector público.

Lo que ocurrió en este proceso fue muy claro, muy evidente. En este proceso la pretendida disminución de la tasa de inflación se vio sistemáticamente pospuesta; el tipo de cambio, en una trayectoria muy diferente al crecimiento de las variables nominales, al de la inflación misma, al crecimiento de los agregados monetarios, a la de la tasa de interés, continuo apreciándose rápidamente.

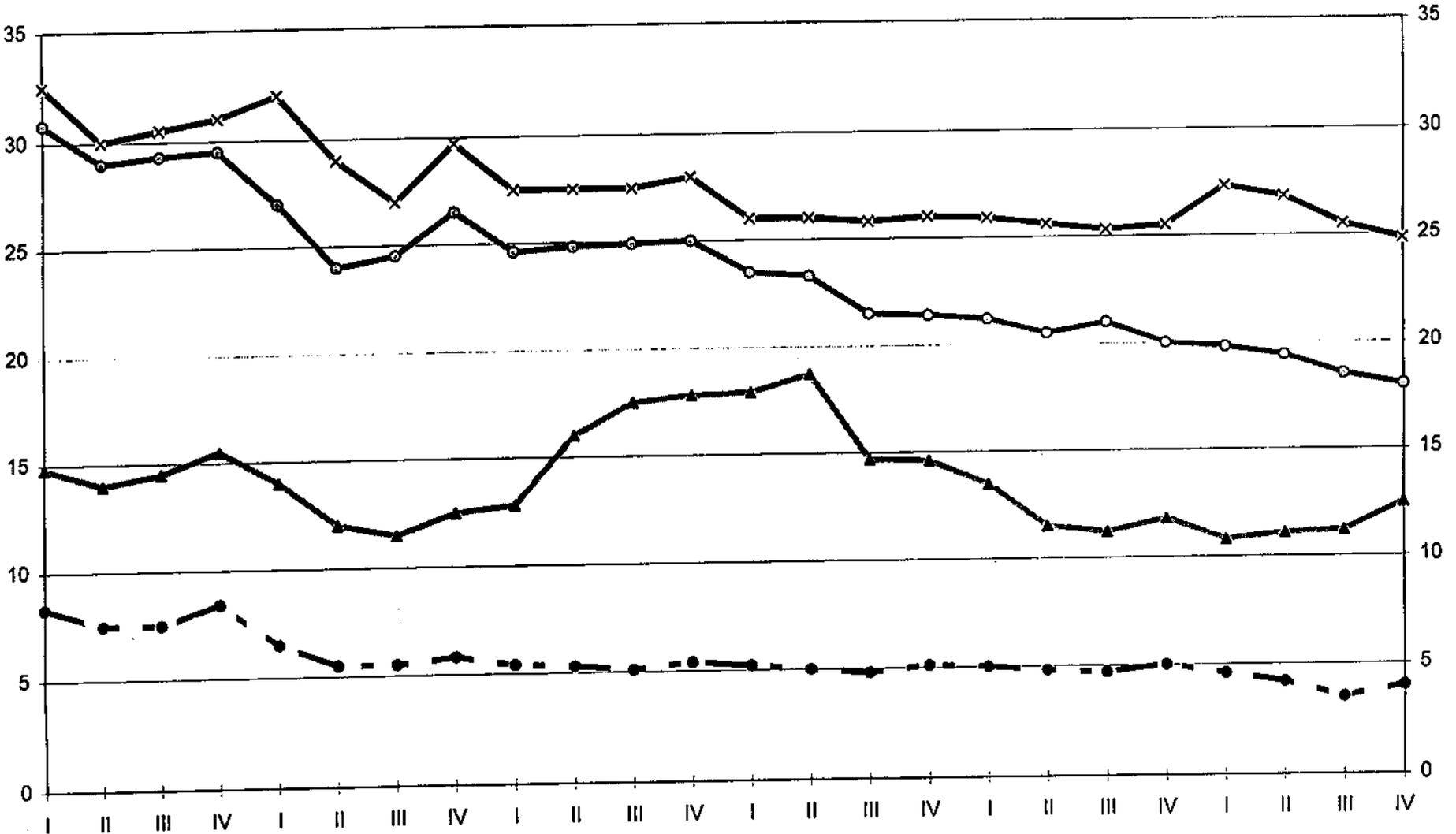
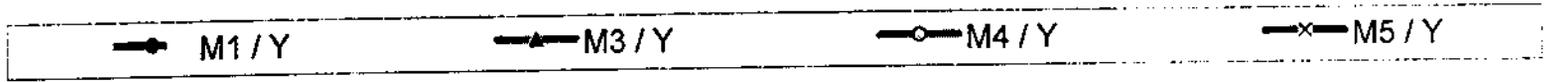
A Francisco Gil le faltó destacar algunos efectos de las variaciones en el tipo real de cambio. Para el caso de la economía mexicana, existe una relación estrecha entre el tipo real de cambio y las mediciones, no tanto de la cuenta corriente global, sino de la cuenta corriente del sector privado. A nuestro juicio si hubo un claro deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos asociado al deterioro al tipo real de cambio en la segunda parte de 87 y, claro, asociada también a una recuperación muy importante de la actividad económica que presionó sobre el nivel de importaciones.

Lo que es claro es que el deterioro del tipo real de cambio y la generación de elevados requerimientos financieros del sector público preservaron alta la inflación y lo que tuvo que ajustarse entonces en concordancia a la inflación y a las tasas de interés, fue el tipo de cambio y no lo contrario.

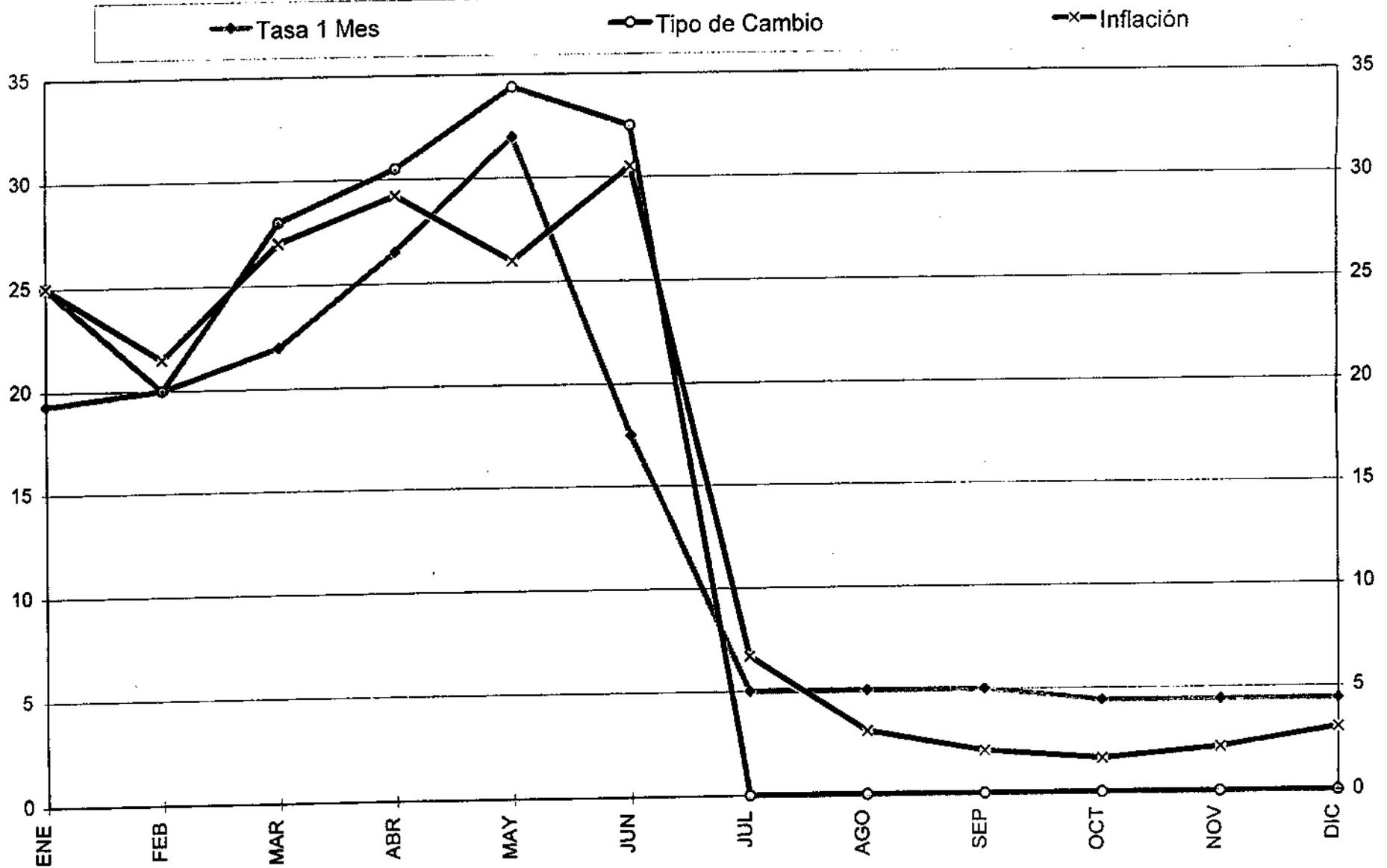
Experiencia totalmente diferente la tenemos en Argentina:

ACTIVOS MONETARIOS Y FINANCIEROS EN PODER DEL PÚBLICO

Proporción respecto al PIB Industrial



TASAS DE INTERES, INFLACIÓN Y DEPRECIACIÓN CAMBIARIA Argentina 1985



Como correctamente señaló Francisco Gil Díaz, las tasas reales de interés si se ajustaron -la siguiente gráfica (9) por favor- dramáticamente a la alza en Argentina; las tasas reales de interés; pero el ajuste relativo de las tasas reales de interés en Argentina es despreciable en relación al ajuste tan impresionante que registraron las tasas nominales de interés, y a diferencia de la gráfica de México, la gráfica de Argentina no contiene las tasas anualizadas de interés. La razón de ello es por razón gráfica; anualizando la tasa mensual de interés, que por ejemplo en abril registró 32%, nos daría una tasa cercana a 2 mil 700 % anualizada, que eran las tasas persistentes en esa época en Argentina.

Efectivamente, las tasas reales de interés fueron negativas durante el periodo de aguda inflación enero-junio de 1985; bordearon las tasas de interés alrededor de la tasa de inflación y se mantuvieron ligeramente abajo en relación a la tasa de desliz del tipo de cambio, que es el área sombreada en color rojo. Pero una vez que se estabilizó el tipo de cambio, la disminución de la tasa de interés fue súbita y de magnitud sustancial: De 2 mil 700 % tasa anualizada de interés se pasa, en junio, ya el mes de la fijación del tipo de cambio, a una tasa de interés activa cercana al 5% mensual, que anualizandola equivale a cerca de 79%. Esto es, las tasas nominales de interés en un periodo extraordinariamente corto se ajustaron de 2 mil 700% tasa nominal de interés, a cerca de 79-80% tasa nominal de interés y, efectivamente las tasas reales aumentaron considerablemente.

Si ustedes observan; en el 2º semestre de 1985 la tasa de interés es sistemáticamente mayor, en varios puntos, a la tasa de inflación y arroja tasas reales sustancialmente mas altas en el primer periodo. Pero lo que es más importante destacar es que " pari-passu" a la fijación del tipo de cambio, que implica una disminución sustancial en el rendimiento de los activos financieros en el exterior, hubo un ajuste también muy drástico y rápido en las tasas domésticas..

Claro está que son situaciones muy especiales las que estamos viviendo estos primeros días, estos primeros meses de 1988, y quizás fuera apresurado realizar una baja rápida en las tasas de interés; pero con la publicación quincenal de los índices de precios del Banco de México que nos permitan reportar tasas bajas de inflación en la primera quincena del mes de febrero, esperemos que también las tasas de interés sean un precio correctamente alineado al conjunto de precios de la economía.

Muchas gracias.