

---

---

## La deuda interna de México

Manuel Aguilera Gómez

**E**N EL PENSAMIENTO ECONÓMICO latinoamericano ha imperado, a lo largo de los últimos cuarenta años, una falsa disyuntiva entre estructuralismo y monetarismo, entre la economía real y la economía financiera, disyuntiva que ha dado lugar a que los análisis de interpretación de la realidad centren la atención en alguna de esas esferas, con menosprecio de la otra. En tanto

que algunos tratan de explicar los fenómenos económicos desde la perspectiva de los cambios en la estructura productiva otros circunscriben el examen al ámbito estrictamente del manejo de los instrumentos monetarios y financieros. Independientemente de que ambas perspectivas están movidas por filosofías diferentes, la política monetaria tiene una ventaja sobre el enfoque estructuralista: su capacidad

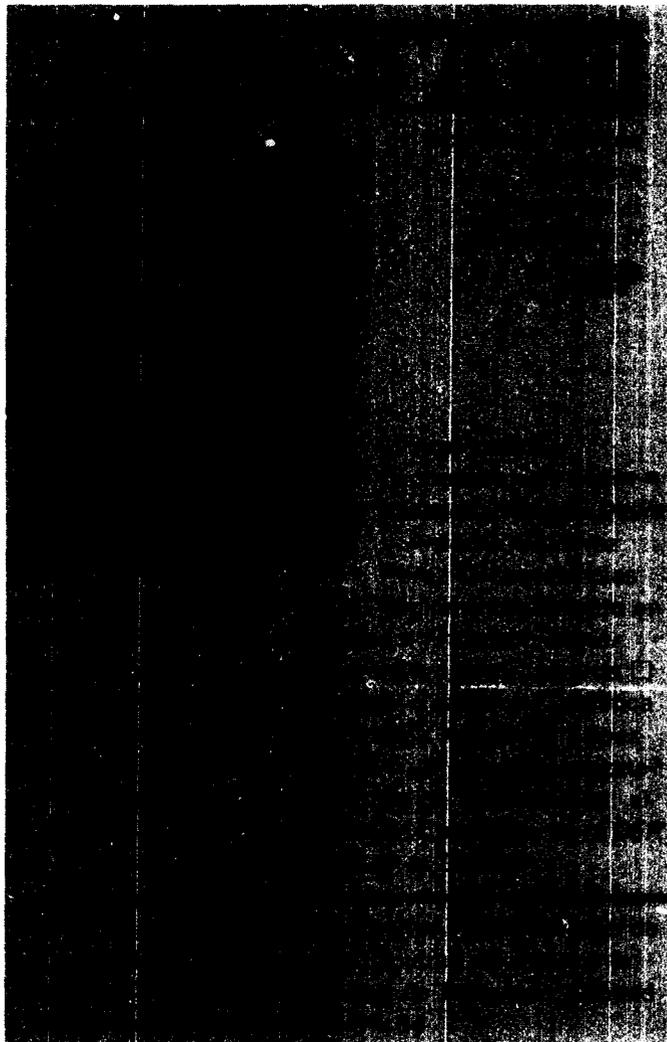
de instrumentación inmediata de las decisiones. Además tiene una función esencial: es el mecanismo de **valoración** de los bienes y servicios producidos por la sociedad.

Si bien, las políticas financiera y monetaria suelen tener aplicaciones útiles para el corto plazo, es prudente recordar que, de acuerdo a la experiencia de nuestros países, a menudo la perspectiva y derrotero de mediano y largo pla-

zo suelen ser producto, simplemente, de agregaciones sucesivas de decisiones de corto plazo. Es precisamente en este terreno donde reside el principal riesgo de enajenación histórica, en la medida que el instrumental monetarista suplanta la política de desarrollo económico se posponen de manera indefinida las transformaciones de las estructuras productivas, sociales y políticas en aras de la estabilidad económica.

Manejado con prudencia, el mecanismo monetario es extremadamente útil para coadyuvar al financiamiento del desarrollo. En efecto, la aptitud de valorar (no de crear valor, sino de asignar valor) los bienes y servicios, le brinda a la política monetaria la posibilidad de elevar el ahorro de la sociedad, sin necesidad de acudir al expediente fiscal. Así fue como se acreditó el principio del déficit público moderado como instrumento para comprimir el consumo privado —mediante una inflación modesta— dando lugar a su vez al ahorro "involuntario" de la sociedad. En este contexto, el financiamiento al desarrollo ha encontrado en la política monetaria un apoyo decisivo para superar el círculo vicioso de los bajos niveles de ahorro *ex ante*. Ciertamente es también que estos mecanismos han brindado a las autoridades hacendarias la oportunidad de evadir sus responsabilidades fiscales: entre acudir al crédito del banco central para financiar los programas de obras públicas y hacer frente al conflicto político inherente a toda medida tributaria, la elección de los dirigentes políticos es siempre la misma: el crédito. Sin embargo, el "facilismo económico" tiene límites: en el corto plazo, el déficit del sector público tiende a crecer rápidamente hasta el extremo en que entra en conflicto con la disponibilidad de crédito para los particulares, tanto para el funcionamiento como para la expansión del aparato productivo. En el mediano y largo plazos, las políticas expansivas desprovistas de apoyo fiscal suelen quedar aprisionadas en la espiral en la que el gobierno conociera nuevos créditos para pagar los intereses de la deuda acumulada.

El presente ensayo se propone analizar las implicaciones del financia-



miento del déficit del sector público mediante instrumentos de crédito interno, a fin de mostrar el efecto "erosionante" de las tasas de interés positivas en el contexto inflacionario de una economía abierta financieramente al exterior. Se utilizará como evidencia empírica la experiencia mexicana de los años recientes.

### 1. El programa de ajuste.

De acuerdo con las cartas de intención enviadas al Fondo Monetario Internacional, el gobierno mexicano se propuso reducir el déficit público que, en 1982, había ascendido al 17.6% del PIB. Las metas de reducción del déficit originalmente previstas fueron: 8.5%

del PIB en 1983, 5.5% en 1984 y 3.5% en 1985. Para lograr los propósitos señalados, se plantearon cuatro acciones principales: (i) en el terreno tributario, elevar los impuestos al consumo, ignorándose los correspondientes al ingreso, con el argumento de que sería impráctico tomar medidas en este capítulo, en virtud de que el programa de ajuste se traduciría en un descenso del ingreso real; tampoco se gravaría adicionalmente a la propiedad o al capital debido a que el programa de ajuste le confirió a la inversión privada la responsabilidad del crecimiento económico; (ii) en el terreno comercial, aumentar periódicamente los precios de los bienes y servicios producidos por el sector paraestatal, a efecto de

evitar que el rezago comercial contribuyera al déficit público; (iii) racionalizar los subsidios, eliminando o reduciendo drásticamente, las transferencias a las empresas paraestatales dedicadas a la comercialización de productos básicos y a la prestación de servicios públicos, así como la reducción de los márgenes entre las tasas de interés de mercado y las de fomento, y la restricción de los volúmenes de crédito de este género; y, (iv) reducir el gasto de inversión hasta lograr el equilibrio financiero. Tales medidas configuraron, en su expresión fundamental, la política financiera del sector público durante 1983 y 1984.

La aplicación de tales medidas produjeron un efecto combinado inevitable: estancamiento, inflación, devaluación, concentración del ingreso. Y las metas en materia de corrección del déficit financiero no se alcanzaron. En reconocimiento a que las medidas adoptadas habían resultado "insuficientes", en 1985 se acudió al expediente de reducir el gasto corriente. Este capítulo del gasto público está compuesto por: (a) pagos por servicios personales; (b) compra de bienes y servicios para la administración y la operación; y, (c) intereses de la deuda tanto interna como externa.

Durante los últimos dos años, la política salarial del sector público se ha ceñido a los "topes", interiores al incremento de los precios. Atendiendo a esta circunstancia y a la "congelación" del empleo en el sector público, los gastos por concepto de servicios personales declinaron respecto al PIB.

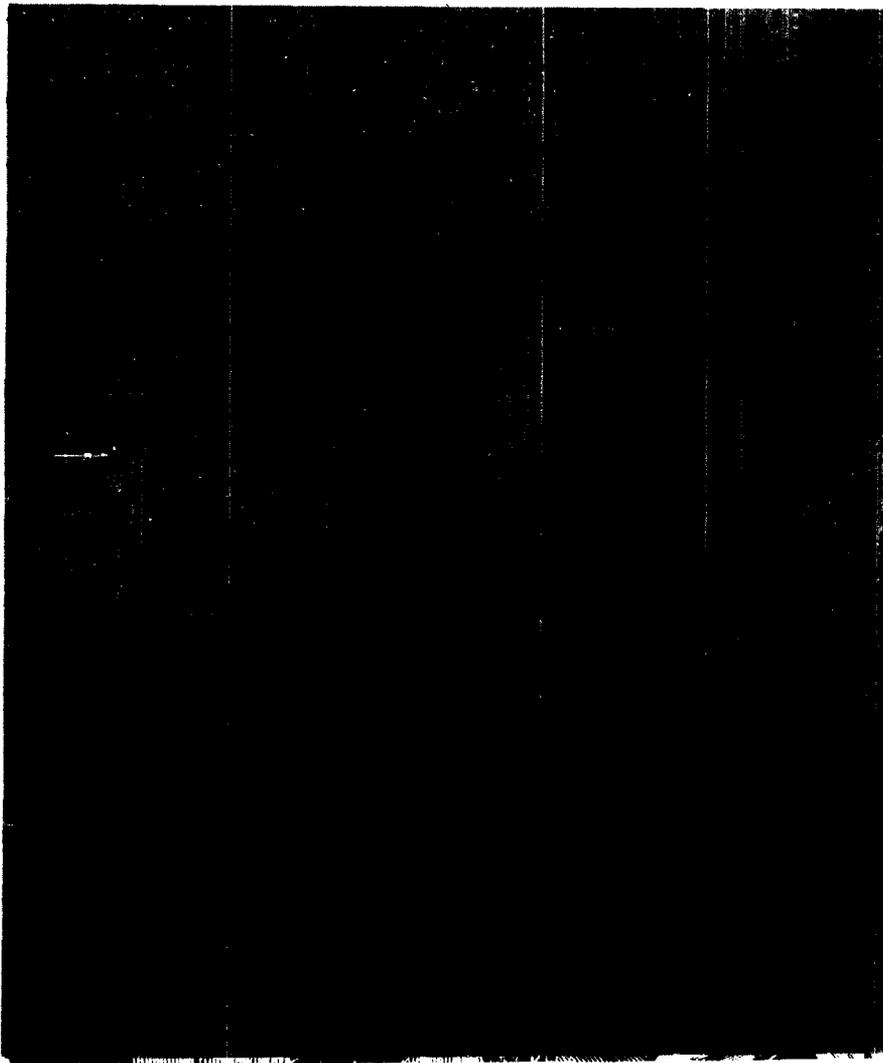
Las restricciones financieras también se tradujeron en menores compras de bienes y servicios para la administración y la operación del sector público, incluso en el sector petrolero. Ambos renglones del gasto corriente han descendido en términos reales.

No ha ocurrido lo mismo con el tercer renglón del gasto corriente: los pagos por concepto de los intereses de la deuda interna y externa han experimentado un incremento incontrolable al extremo de erigirse en el principal capítulo del presupuesto público. Es el resultado de la política de tasas de inte-

rés. En efecto, la política monetaria postula la necesidad inaplazable de pagar a los ahorradores una tasa de interés real positiva como condición para elevar el ahorro bancario y evitar el desvío de fondos hacia la adquisición de activos no financieros (lo que contribuiría a la inflación) y hacia la transferencia de fondos al exterior. Una tasa de interés real positiva supone la promesa de pago *ex ante* superior a la inflación futura. Así, el ahorrador nacional recibirá la promesa de pago de intereses en un monto equivalente a la diferencia de las inflaciones nacional y estadounidense (devaluación diaria acumulada) más el equivalente al interés pagado por los instrumentos de captación ofrecidos al público en el mercado financiero norteamericano y,

adicionalmente, una prima por riesgos cambiarios. El eje de esta postulación radica en que la inflación *anticipada* se compensa en las perspectivas racionales del ahorrador mediante ofrecimientos *presentes* de retribución al ahorro, que a su vez se transfieren en forma de altos costos futuros para el inversionista, con la correspondiente repercusión en los precios. Así, se ha llegado a la etapa en la que la inflación no parece estar determinada por el "exceso" de demanda efectiva, sino por los costos de producción y de distribución, permanentemente *actualizados* por tasas de interés activas extremadamente altas.

Por otra parte, la política cambiaria también se suma a las presiones inflacionarias. En efecto, la devaluación



deslizante "preestablecida", se convierte en un factor de retroalimentación de la inflación, en la medida que, de nueva cuenta, los empresarios *actualizan* el costo de la devaluación prede-terminada (y adicionan un diferencial por riesgo cambiario).

**2. Impacto de las tasas de interés sobre las finanzas públicas.**

Como es del conocimiento general, el déficit del sector público se financia mediante: (a) crédito externo, cuya magnitud depende básicamente del déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente; (b) crédito otorgado al gobierno por el Banco de México, en función —normalmente— de los depósitos obligatorios de la banca (encaje legal y bonos de regulación monetaria); (c) crédito concedido al sector público por la banca comercial y de fomento; y

(d) operaciones de mercado abierto mediante la colocación de valores gubernamentales (Certificados de Tesorería, principalmente). Los saldos acumulados del primer renglón corresponden a la deuda pública externa; los concernientes a (b), (c) y (d) suman la deuda interna.

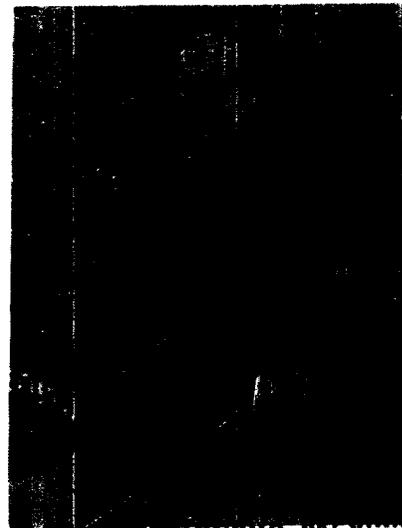
La deuda externa pública y privada está respaldada por el gobierno federal a través del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios. Por consiguiente, el costo financiero de las devaluaciones repercuten dramáticamente sobre las finanzas públicas. Así, por ejemplo, una devaluación diaria de 21 centavos significa, a lo largo de un año, una pérdida cambiaria de casi 7 billones de pesos, que inexcusablemente recae sobre las finanzas públicas, especialmente en los resultados de operación del sector paraestatal. También repercute en el monto de los intereses: 840 mil millones de pesos es

el impacto del deslizamiento señalado en los costos anuales de las empresas públicas y en los gastos del sector gubernamental, cifra análoga al valor en pesos de los impuestos adicionales que se recaudarían por concepto de exportación de hidrocarburos.

Por el uso de los recursos acumulados en la deuda interna, el gobierno cubre los intereses correspondientes. En consecuencia, las decisiones en materia de tasas de interés adoptadas por la autoridad monetaria influyen, de manera decisiva, en el comportamiento y dinámica del gasto corriente del sector público.

Conforme a la información suministrada a la Cámara de Diputados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la deuda interna del gobierno federal al 30 de junio de 1985 7.2 billones de pesos desagregada de la siguiente manera:

<b>TOTAL:</b>	<b>7'171,161.5 millones de pesos</b>		
<b>Directa</b>	<b>7',133,596.3</b>	"	"
Bonos	2'636,502.6		
Banca nacionalizada	49,663.9		
Nafinsa	357,728.8		
Banco de México	2'143,201.0		
Certificados de Tesorería	1'946,500.0		
<b>Asumida</b>	<b>37,565.2</b>		
Nafinsa	14,211.9		
Banca nacionalizada	7,351.8		
Banobras	15,971.9		
Banco de México	29.6		

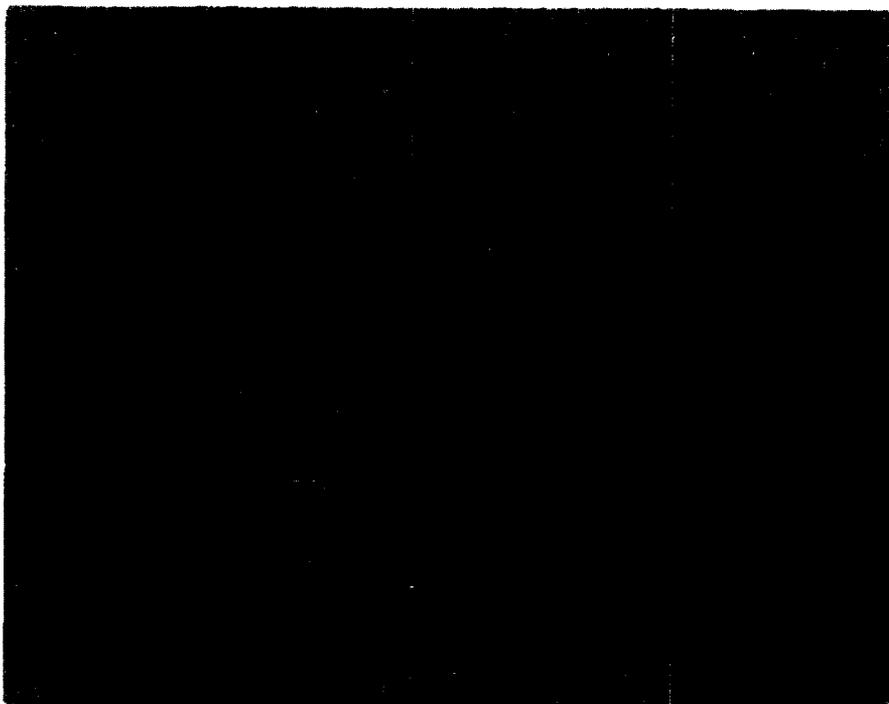


De acuerdo a la misma fuente, durante el trimestre abril-junio el gobierno pagó 543.4 mil millones de pesos por concepto de intereses de la deuda interna, monto que arrojaría una tasa de interés media anual del 34%, muy por debajo de la de mercado. Independientemente del costo del dinero correspondiente al crédito del Banco Central, en realidad la cifra precedente se refiere solo a los intereses *pagados*, más no a los intereses *devengados* cuyo monto se estima que, al finalizar el año, ascenderá a 3.8 billones de pesos, *ci-*

*fra equivalente al doble de toda la nómina anual del sector público.*

El valor de los intereses de la deuda interna están *indexados* en función de los diferenciales de inflación de los Estados Unidos y México, más la tasa de interés de los mercados financieros internacionales. Por tanto, la política de tasas de interés reales positivas implica que este renglón del gasto público se mueva con mayor dinamismo que la inflación interna. Es explicable, en tales condiciones, que el gasto corriente representado por los pagos de los intere-

ses de la deuda interna aumenten con mayor velocidad que el valor total de todos los bienes y servicios producidos por la sociedad. Así, las finanzas públicas quedan atrapadas en un proceso circular y acumulativo: déficit-inflación-devaluación-aumento de las tasas de interés-aumento del gasto corriente-aumento del déficit. Es el círculo vicioso que está llevando a la supresión —en gran medida eliminación— de la inversión pública y a la reducción de la planta de personal del sector público. Desesperadas, las medidas adoptadas



involucran un alto costo político y social y, sin embargo, resultarán estériles, impropias para resolver el problema financiero. Proseguir por esta vía conducirá a las fianzas públicas a la quiebra: recaudar impuestos para pagar intereses. Así se está en presencia de un proceso altamente nocivo: estancamiento, inflación, devaluación y crisis financiera permanente. Todo esto no es producto de la crisis internacional sino es obra de una concepción económica que privilegia la tasa de interés real y la apertura comercial, financiera y cambiaría.

### 3. La consolidación de la deuda interna.

Es evidente la imposibilidad de reanudar el crecimiento de la economía mexicana y de ofrecer nuevas, masivas oportunidades de empleo, sin resolver la crisis financiera.

La situación por la que atraviesa la nación reclama **medidas extraordinarias, de emergencia, medidas que sin violentar las estructuras financieras** —necesarias para impulsar la reanudación del crecimiento económico— brinden a las finanzas públicas la

oportunidad de generar un ahorro suficiente para reiniciar los programas de inversión pública, motor fundamental de la economía mexicana.

Dentro de estas medidas, posiblemente la consolidación de la deuda interna resulte el camino conducente para aliviar el asfixiante clima de restricciones financieras. Un proyecto de esta naturaleza tendría las siguientes características:

a). El Gobierno Federal emitiría bonos de la Deuda Nacional, redimibles a 50 años, a una tasa de interés nominal casi simbólica. vgr. 8%.

b). El valor de la emisión **única** sería equivalente a los valores gubernamentales en poder del sistema financiero denominados en moneda nacional, los cuales serían canjeados por los bonos de la Deuda Nacional. Los valores gubernamentales en **poder del público** (CETES, Petrobonos, Bonos del Ahorro Nacional, etc.) conservarían sus condiciones originales de emisión, hasta su vencimiento.

c). Se estima que los valores canjeables ascienden a 5 billones de pesos, los cuales implican alrededor de 2.6 billones de pesos por concepto de pagos de interés. La consolidación sig-

nificaría, para las finanzas públicas un "ahorro" del orden de poco más de dos billones de pesos, monto que sería suficiente para reducir —casi eliminar— el déficit financiero.

d). La diferencia entre la tasa de interés pagadera por los Bonos de la Deuda Nacional y el costo porcentual promedio —costo de captación y márgenes— tendría que reflejarse en un **diferencial adicional** entre las tasas de interés —presentes y futuras— pasivas y activas. Mientras más alta sea la tasa de interés pasiva mayor será el **diferencial adicional**; mientras más baja, menor será el diferencial.

En el fondo, la consolidación de la deuda interna implica transferir al futuro el costo de la deuda acumulada hasta el presente; entraña trasladar a los usuarios del crédito, el costo de una deuda que, de otra manera, seguiría siendo pagada por los causantes de los impuestos.

Para aligerar el costo de la consolidación de la deuda interna sobre el crédito sería preciso reducir el **diferencial adicional** entre las tasas de interés pasivas y las activas, objetivo realizable sólo mediante el descenso de la tasa de interés pasiva. Así, la cuestión se centra en la determinación de las tasas de interés. Obviamente escapa al propósito de este breve ensayo revivir el interminable debate acerca de la política de tasas de interés. Lo fundamental reside en la incompatibilidad presente de resolver el problema financiero del Estado Mexicano sin afectar el rendimiento real de los ahorros.

En el terreno práctico, será incompatible una baja de la tasa de interés sin una fuga masiva de capitales. Aquí de nueva cuenta aparece la necesidad de implantar medidas de emergencia a los cambios externos.

Sin duda, propuestas como las delineadas en estas páginas suelen ser objeto de muchas controversias, pese a que en otros países se han adoptado. Con todo, la heterodoxia es, por antonomasia, controversia. Ahora y aquí es preciso reconocer que la crisis financiera por la que atraviesa la nación no va a superarse mediante expedientes de política económica engendrados por la ortodoxia.