



Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill
Oscar Dancourt
Roberto Frenkel
Editores

DILEMAS DE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS
Y MONETARIAS EN AMÉRICA LATINA

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel
Editores

DILEMAS DE LAS POLÍTICAS
CAMBIARIAS Y MONETARIAS
EN AMÉRICA LATINA



FONDO
EDITORIAL

PONTIFICIA **UNIVERSIDAD CATÓLICA** DEL PERÚ

BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ
Centro Bibliográfico Nacional

339.5098 D Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina / Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018 (Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).
357 p.: diags.; 21 cm.

Incluye bibliografías.
D.L. 2018-09352
ISBN 978-612-317-380-7

1. Macroeconomía - América Latina - Ensayos, conferencias, etc. 2. Política monetaria - América Latina 3. Crisis económica - América Latina 4. Bancos centrales - América Latina 5. América Latina - Política económica I. Damill, Mario, 1952-, editor II. Dancourt, Oscar, 1950-, editor III. Frenkel, Roberto, 1942-, editor IV. Pontificia Universidad Católica del Perú.

BNP: 2018-419

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: julio de 2018

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2018-09352

ISBN: 978-612-317-380-7

Registro del Proyecto Editorial: 31501361800681

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

ÍNDICE

Presentación	9
La economía argentina en el ocaso del populismo 2015-2016 <i>Mario Damill, Roberto Frenkel y Martín Rapetti</i>	23
La inflación en Argentina en los años 2000 <i>Roberto Frenkel y Diego Friedheim</i>	63
Regímenes de política macroeconómica, sobrevaluación de tipo de cambio real y crecimiento económico en Brasil (2003-2015): el surgimiento y la caída del trípode macroeconómico y una nueva propuesta para un régimen de política macroeconómica <i>José Luis Oreiro y Luciano D'Agostini</i>	105
Desafíos de la economía chilena ante los <i>shocks</i> procíclicos (1999-2016) <i>Ricardo Ffrench-Davis</i>	143
Desafíos macroeconómicos de Colombia con el fin del superciclo de precios de productos básicos <i>José Antonio Ocampo, Jonathan Malagón y Carlos Alberto Ruiz</i>	185
Estabilidad macroeconómica, reformas estructurales y crecimiento lento: la economía mexicana desde la crisis de 2008-2009 <i>Jaime Ros</i>	221

Las «vacas flacas» en la economía peruana <i>Oscar Dancourt</i>	259
En búsqueda de la estabilización y la recuperación: política macroeconómica y reformas en Venezuela <i>Leonardo Vera</i>	287
Notas sobre los autores	351

PRESENTACIÓN

Las economías latinoamericanas se enfrentaron entre 2013 y 2016 a las consecuencias de la caída de los precios de las materias primas, la desaceleración de China, la apreciación del dólar y la perspectiva de un ciclo de alzas de las tasas de interés determinadas por la FED.

Los dilemas que estos cambios negativos en el entorno externo plantean a las políticas macroeconómicas en Latinoamérica se examinan en los artículos que se presentan en este volumen y que fueron discutidos en el seminario «Bancos Centrales en América Latina: a la búsqueda de la estabilidad y el desarrollo» en Lima, Perú, en mayo de 2016. Estos documentos son el resultado final de un proyecto de investigación desarrollado a lo largo de tres años, dirigido por el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), con el generoso apoyo de la Fundación Ford. El proyecto incluyó los casos de Argentina, Venezuela y cinco países «FIT», es decir, economías con tipos de cambio flotantes y metas de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El foco de los distintos análisis se ubica en las políticas de los bancos centrales en el periodo 2000-2015. El proyecto también tuvo el propósito de producir sugerencias sobre posibles alternativas a las actuales orientaciones de política.

En lo que sigue, esta introducción presenta una interpretación de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina entre los años 2000 a 2015. Esa interpretación suministra un marco común para los restantes

capítulos del libro, que tratan en mayor profundidad las particularidades de cada caso nacional.

Los choques externos adversos mencionados anteriormente se producen luego de que la región experimentara una etapa prolongada de altos precios de materias primas en la que se observaron claramente síntomas de la «enfermedad holandesa». Los efectos negativos que esos procesos de apreciación de las monedas de la región han tenido sobre las estructuras productivas debilitan la capacidad de reacción de las economías latinoamericanas ante las nuevas y desfavorables circunstancias externas. Por ejemplo, largos periodos de apreciación real de los tipos de cambio aminoran la capacidad de respuesta de los sectores productores de bienes comerciables ante las señales cambiarias.

En algunos casos nacionales, los logros antiinflacionarios previos, así como la disminución de la carga del endeudamiento externo y la acumulación de reservas de divisas durante los años 2000, constituyen activos importantes para las políticas macroeconómicas en la nueva etapa signada por este contexto externo adverso, en la que los desequilibrios en las cuentas externas y, en algunos casos también en las cuentas fiscales, tendieron a agravarse considerablemente. Ese ha sido, por ejemplo, el caso de Colombia, a consecuencia de la caída de los precios del petróleo y de otros precios de exportación; y algo similar se observó en Chile. Estos hechos ponen en evidencia importantes vulnerabilidades en las economías de la región.

A comienzos de los años 2000, los países con mayor peso económico de América Latina ya habían adoptado regímenes cambiarios de flotación. México adoptó este régimen cambiario a la salida de su crisis en 1995. Brasil, Colombia y Chile comenzaron a flotar en 1999. Argentina y Uruguay mantuvieron sus tipos de cambio fijos hasta sus crisis de final de la década y de las que salieron con tipos de cambio flotantes desde 2002. Perú adoptó un régimen de metas de inflación en 2002 y puso en marcha una flotación administrada con una fuerte intervención cambiaria.

A comienzos del 2000, el Fondo Monetario Internacional (FMI) enfatizaba la necesidad de la flotación libre del tipo de cambio. Las intervenciones del banco central en el mercado de cambios eran combatidas, principalmente, porque estaban destinadas a fracasar en su intento de influir en el tipo de cambio real. Un argumento frecuente era que el banco central no tenía ventaja informativa alguna respecto al sector privado para determinar el tipo de cambio real de equilibrio, de modo que su determinación debía dejarse al mercado.

Sin embargo, los países de América Latina, que no tenían necesidad de los recursos del FMI y no estaban sujetos a su condicionalidad, no siguieron estrictamente sus recomendaciones. Aunque los tipos de cambio se determinaban en los mercados de cambios, los bancos centrales se reservaron la facultad de intervenir discrecionalmente. Estos son los llamados regímenes de flotación administrada o *managed floating*. Algunos bancos centrales han intervenido en menos ocasiones, como Chile y México; otros lo han hecho con mayor intensidad, como Argentina, Brasil, Colombia; o han remado sistemáticamente contra la corriente como Perú. En comparación con los regímenes de tipo de cambio fijo, los regímenes de flotación administrada tienen la ventaja de la flexibilidad, al mismo tiempo que el banco central se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado para moderar en mayor o menor medida las tendencias indeseadas a la apreciación o a la depreciación de la moneda nacional, que surgen normalmente del entorno externo.

La capacidad de intervención vendedora para suavizar depreciaciones depende de la magnitud de las reservas internacionales disponibles. Varios bancos centrales de la región aprovecharon el periodo de altos precios de las *commodities* y fuertes ingresos de capital para acumular reservas internacionales. El gobierno de Chile, cuyo banco central intervino poco en el mercado cambiario e incrementó poco sus reservas, acumuló activos en moneda internacional en un importante fondo soberano.

Hay una visible correlación entre esas innovaciones y el hecho de que no haya habido nuevas crisis en la región. Es llamativo que América Latina no haya experimentado crisis de balanza de pagos o crisis financieras desde comienzos del año 2000. Es particularmente llamativo que la crisis global con epicentro en los Estados Unidos de 2008 no haya gatillado crisis locales en las economías latinoamericanas, pese a que la región tuvo un auge de ingresos de capital entre 2003 y 2007 —la econometría muestra que esos auges son buenos predictores de crisis—, y pese también a que los impactos negativos de la crisis global de 2008, reales y financieros, fueron de magnitudes similares o mayores a los que causó el *shock* externo adverso proveniente de las crisis asiáticas y rusa en 1997-1998.

Claro está que la modificación de los regímenes cambiarios no fue la única novedad de los años 2000. El *boom* de los precios de las *commodities*, que comenzó entre 2003 y 2004, generó en casi toda América del Sur —con la excepción de Colombia— resultados de cuenta corriente superavitarios, de modo que la fragilidad financiera externa era relativamente reducida cuando impactó el *shock* negativo de 2008. Pero la novedosa flexibilidad cambiaria permitió a estos países usar el amortiguador del mercado cambiario para depreciar controladamente la moneda a fines de 2008. El caso de México es particularmente interesante porque su economía no había sido beneficiada por una mejora de los términos de intercambio, tenía un déficit de cuenta corriente significativo en 2008 y recibió el impacto pleno de la crisis en Estados Unidos, su principal socio comercial. Y tampoco hubo crisis en México, aunque sufrió la peor recesión de la región.

Parece claro que la mayor robustez (*resilience*) mostrada por estas economías estuvo asociada con la flexibilidad de sus regímenes cambiarios y la acumulación previa de reservas de divisas. La evidencia indica que la flexibilidad cambiaria y la disponibilidad de reservas es una buena vacuna para evitar las crisis de balanza de pagos y financieras que abundaron en las economías en desarrollo en los primeros treinta

años de globalización, que, como dijimos, en todos los casos ocurrieron con regímenes de tipo de cambio fijo.

Pero ¿puede concluirse de esta experiencia histórica que los países han encontrado la forma óptima de insertarse en la globalización financiera? ¿Es la combinación de libre movilidad de capitales, flexibilidad cambiaria y mayores reservas lo mejor que la macroeconomía puede ofrecer a los países en desarrollo? No parece ser así. Evitar las crisis que asolaron a los países en desarrollo en los primeros treinta años de globalización financiera es una gran virtud, pero la difícil situación que enfrenta actualmente América Latina induce a pensar que aún se está lejos de haber hallado la forma óptima de inserción financiera internacional. La macroeconomía en la periferia, además de proveer estabilidad, debe enfocarse al crecimiento, debe ser una macroeconomía para el desarrollo. Para encontrar respuestas más precisas debemos ir un poco más a fondo en el análisis y examinar las políticas macroeconómicas que implementaron los países con sus novedosos regímenes cambiarios.

El «trilema» dice que la política económica de un país inserto en la globalización financiera no puede alcanzar simultáneamente tres objetivos: (i) preservar la libre movilidad de capitales, (ii) controlar la tasa de interés local y (iii) fijar el tipo de cambio. El contexto es uno donde hay perfecta movilidad de capitales, es decir, donde se igualan el rendimiento de los activos financieros internos y el rendimiento de los activos externos, ajustado por la depreciación esperada de la moneda nacional. En este escenario, el trilema dice que si el banco central fija el tipo de cambio entonces pierde el control de la tasa de interés —el control de la política monetaria— y viceversa, si el banco central fija la tasa de interés, entonces pierde el control del tipo de cambio, que es determinado por los movimientos de capitales. El trilema es el principal fundamento del régimen de flotación pura; en este escenario, la intervención cambiaria esterilizada es inútil.

Pero el trilema no es válido en toda circunstancia. No es válido cuando la movilidad de capitales es imperfecta. Tampoco lo es cuando

hay una oferta abundante de moneda internacional en el mercado de cambios que presiona a la apreciación de la paridad cambiaria. América Latina vivió esta situación desde el 2000 hasta hace poco. En estas circunstancias, es posible controlar el tipo de cambio sin perder el control de la política monetaria.

Bajo ciertas condiciones, es posible y sostenible mantener el control de la tasa de interés local, mientras el banco central hace intervenciones compradoras en el mercado de cambios para evitar la apreciación de la moneda. El banco central puede esterilizar sostenidamente la expansión de base monetaria resultante de las intervenciones compradoras con lo cual preserva su instrumento de tasa de interés —esto es, sin que disminuya la tasa de interés debido a la compra de divisas—. La cuestión clave en este punto es la sostenibilidad en el tiempo de las operaciones de esterilización, que depende del costo financiero en que incurre el banco central por sus operaciones de intervención cambiaria y esterilización.

Las condiciones que posibilitan esa política son: (i) al tipo de cambio que el banco central tiene como *target* hay un exceso de oferta en el mercado de moneda internacional —es decir, la intervención del banco central quiere evitar la apreciación de la moneda doméstica—, y (ii) la tasa de interés local tiene que ser moderada. Esto significa que hay una tasa máxima que permite la sostenibilidad de las intervenciones esterilizadas. Tasas de interés mayores que ese *threshold* llevarían a un aumento insostenible del déficit financiero del banco central. Bajo estas dos condiciones el trilema no es válido: se puede controlar el tipo de cambio y la tasa de interés mientras se mantiene la libre movilidad de capitales.

Bajo condiciones en las que hay exceso de demanda de moneda internacional al tipo de cambio que el banco central quiere defender —cuando el banco central quiere evitar la depreciación de la moneda local—, las cosas son diferentes. En este caso la política monetaria enfrenta el límite que le imponen las reservas disponibles y puede ser imprescindible elevar la tasa de interés local o el tipo de cambio para frenar una pérdida de reservas sostenida.

En América Latina, particularmente en América del Sur, muchos países tuvieron en el pasado reciente condiciones de balanza de pagos que invalidaban el trilema y hubieran permitido controlar los tipos de cambio sin perder el control monetario. En varios países se presentaron simultáneamente superávits de cuenta corriente e importantes ingresos netos de capital —hasta la crisis global, eso se observa en todos los países de América del Sur salvo Colombia—. En las economías que mantuvieron déficits de cuenta corriente —Colombia y México, por ejemplo— los ingresos de capital fueron hasta hace poco mayores que el valor absoluto de los déficits corrientes, de modo que también estas economías registraron superávits de balanza de pagos que hubieran permitido preservar tipos de cambio reales no apreciados.

En síntesis: por el lado de las condiciones del balance de pagos muchos países tuvieron la posibilidad de defenderse sosteniblemente de la tendencia a la apreciación cambiaria. Pero las condiciones de balanza de pagos no son suficientes, deben considerarse también las condiciones financieras domésticas que posibilitan o no la sostenibilidad de la intervención compradora esterilizada.

Varios países tuvieron también las condiciones financieras domésticas que hacen sostenible la intervención compradora esterilizada. Tal es el caso de países de inflación baja como Chile, Colombia y Perú. En el caso de Chile parece claro que el banco central tomó la explícita decisión de no hacerlo: hizo pocas intervenciones compradoras y permitió que el mercado determinara una persistente tendencia a la apreciación de su moneda. La tendencia a la apreciación también se verificó en Colombia, pese a que el banco central intervino más intensamente que en Chile, pero sin conseguir revertir la tendencia. En cambio, el banco central del Perú fue más exitoso en su defensa de la estabilidad del tipo de cambio real mediante intervenciones sistemáticas en el mercado cambiario. Como resultado, el Perú ostenta el tipo de cambio real más estable en la región. En el caso de Argentina, el banco central intervino exitosamente preservando el tipo de cambio real multilateral

alto y estable entre 2003 y 2007, ayudado por la tendencia a la apreciación de Brasil, el principal socio comercial del país. Pero fue una clara decisión de las autoridades que el tipo de cambio real tendiera sistemáticamente a apreciarse en el vuelco al populismo que se produjo en la política macroeconómica argentina desde 2010.

Algunos países, aun contando con las condiciones de balanza de pagos, no tuvieron las condiciones financieras domésticas que permitieran dar sostenibilidad a las intervenciones compradoras del banco central. Brasil, por ejemplo, mantuvo tasas de interés de política más altas que las que hubieran posibilitado una política de esterilización sostenible. El banco central compró moneda internacional durante años, pero sin conseguir revertir la tendencia a la apreciación. Esterilizó sus compras colocando bonos a las altas tasas de interés real que el banco central creía necesarias para controlar la inflación. En consecuencia, el déficit financiero del banco central hizo una contribución significativa al crecimiento de la relación deuda pública-PBI, cuya reducción pasó a constituirse en un objetivo principal de la política económica brasileña en el difícil contexto reciente de esa economía.

En síntesis, el somero examen de las políticas cambiarias y monetarias implementadas por los países de la región muestra un panorama diverso. Algunos países, pese a reunir condiciones financieras y de balance de pagos para preservar tipos de cambios reales más competitivos y estables optaron por no hacerlo y dejaron que el mercado les impusiera una fuerte apreciación. Otros intervinieron más intensamente con el propósito de frenar la tendencia a la apreciación, pero sin hacer explícito su objetivo para evitar ser acusados de manipular el tipo de cambio: estas intervenciones compradoras no consiguieron frenar la tendencia a la apreciación.

Algunos gobiernos aprovecharon las propiedades expansivas transitorias de la apreciación cambiaria para montar sobre ellas políticas económicas populistas. El Perú luce como un caso solitario que mantuvo su tipo de cambio real relativamente más estable. Es este un caso bastante particular, porque la importante dolarización del sistema

financiero da un fuerte incentivo al banco central para mantener la estabilidad de tipo de cambio real, pero al mismo tiempo limita las posibilidades de devaluar la moneda frente a un *shock* externo negativo.

En resumen, algunos países no quisieron, otros no supieron y otros no pudieron. ¿Cuál es el balance de la experiencia latinoamericana de los años 2000 ahora que cayeron los términos de intercambio y los capitales internacionales salen de la región? Las economías deben ajustar los déficits de cuenta corriente en que incurrieron durante el periodo de bonanza y que se acentuaron fuertemente con la caída de los precios de exportación. Los mercados cambiarios han registrado grandes depreciaciones. Ha habido una importante desaceleración del crecimiento y algunas economías entraron en recesión. Al efecto contractivo de la caída del valor de las exportaciones debe sumarse que, en el corto plazo, las depreciaciones también tienen efecto contractivo sobre la demanda agregada e impulsan la aceleración de la inflación, y que la caída de los precios de las materias primas reduce directamente la inversión privada en los sectores extractivos como la minería y el petróleo.

Se ha observado que el coeficiente de *pass-through* —que mide la proporción de la tasa de depreciación que se refleja en el aumento de la tasa de inflación— es mayor cuanto mayor es la tasa de inflación vigente cuando se devalúa la moneda. Consecuentemente, cabe esperar que los países que ostentan tasas de inflación relativamente más elevadas sufran las mayores aceleraciones de la inflación, mayores efectos contractivos del cambio de precios relativos y mayores caídas de los salarios reales. En los países de inflación baja esos efectos serán de menor magnitud. Pero en todos los casos el ajuste de los balances en cuenta corriente tiene efectos inflacionarios, costos reales y costos distributivos. También se presentan efectos negativos financieros, que actualmente no configuran crisis, pero contribuyen a la contracción de la actividad económica.

Si los países consiguen estabilizar la inflación y el sistema financiero, readecuar la situación fiscal a las nuevas condiciones y estabilizar los nuevos precios relativos, con tipos de cambio reales más competitivos,

se habrán generado condiciones que permitirían recuperar el crecimiento. En algunos países de la región —Argentina y Brasil, por ejemplo— esos objetivos se ven muy difíciles y aumenta la conflictividad social y política. Otros países están absorbiendo con menos dificultad los costos del ajuste. Pero en todos los casos el nuevo proceso de crecimiento deberá basarse en la producción de bienes y servicios comerciables, para exportar o sustituir importaciones, que reemplace el papel que jugó la producción de *commodities* en el patrón de crecimiento anterior.

La potencialidad de un tipo de cambio más competitivo para impulsar el crecimiento, a través de los incentivos que provee a las actividades de manufactura y servicios complejos para exportar o sustituir importaciones, depende de la presencia y del peso relativo de estas actividades en la estructura económica. Esa potencialidad está actualmente reducida porque esas actividades fueron víctimas de la enfermedad holandesa generada por un largo periodo de tipo de cambio apreciado. Se contrajo la capacidad de producción de bienes comerciables distintos de *commodities*, porque el tipo de cambio apreciado —el persistente aumento de los costos laborales unitarios en moneda internacional— redujo o eliminó la rentabilidad de estas actividades. Cayó la proporción de esas actividades en la generación del producto y del empleo a favor del aumento de la proporción explicada por *commodities*, la construcción y los servicios no comerciables. La región se desindustrializó. La reversión de la enfermedad holandesa tomará tiempo.

Las actividades que fueron desalentadas por un periodo largo de apreciación cambiaria requieren nuevas inversiones para crecer. La inversión depende principalmente de la rentabilidad esperada y esta está atada a la expectativa de que el tipo de cambio real se mantenga en el futuro en un nivel real competitivo y estable. Los tipos de cambio reales se han elevado significativamente —no en todos los países aún—, pero después de la larga ducha fría sufrida durante el periodo de *boom* de las *commodities* será más difícil convencer a los agentes de invertir en actividades comerciales.

¿Quién tiene la culpa? Obviamente los gobiernos y los bancos centrales de la región. Particularmente en aquellos países que reunían las mejores condiciones para preservar tipos de cambio reales competitivos y estables. Para comprender mejor por qué no lo hicieron examinemos los incentivos que enfrentaban.

De un lado están los incentivos políticos. La tendencia a la apreciación cambiaria es popular. Incentiva y permite el incremento del consumo de bienes y servicios comerciables y permite aumentos de los salarios reales superiores a los aumentos de productividad sin efecto inflacionario. Esta es la principal explicación en los casos nacionales populistas, pero la motivación política ha estado presente en algún grado en todos los casos. En las economías financieramente dolarizadas también puede ocurrir que un alza del tipo de cambio perjudique a los grandes deudores y a sus acreedores —como ocurrió en la crisis bancaria peruana de 1998-2000— y viceversa.

También deben tenerse en cuenta los incentivos de los bancos centrales en los regímenes de metas de inflación o en aquellas economías con un alto grado de dolarización financiera. El mandato exclusivamente enfocado en la inflación, o la dolarización financiera, sesgan la política de tasas de interés o la política de intervención cambiaria a favor de la apreciación de la moneda nacional.

Esta vez no es posible culpar a la condicionalidad del FMI por los errores cometidos, ya que las mayores economías de la región no necesitaron de su asistencia. Pero el FMI tiene una cuota de responsabilidad. Los bancos centrales independientes, y aun los que no son legalmente independientes, como es el caso de Brasil, consideran importante no entrar en conflicto con la orientación del FMI. No quieren ser vistos como heterodoxos por la comunidad financiera nacional e internacional. Aun cuando tomen medidas que están fuera del libreto ortodoxo del momento —como fue el caso de la política cambiaria chilena de principios de los años noventa—, procuran siempre vestir las a la moda de Washington.

Cuando se adoptó la flotación cambiaria, a fines de los años noventa, el FMI estaba enfáticamente a favor de la libre flotación. Después de la crisis global de 2008, la doctrina del FMI interpretada por Blanchard, le dio un rol importante en el sistema de metas de inflación de las economías de la periferia a las intervenciones cambiarias esterilizadas del banco central destinadas a suavizar las tendencias a la apreciación o la depreciación de la moneda nacional. Aun así, la doctrina del FMI sigue basándose en la difusa noción de tipo de cambio real de equilibrio y en la presunción de que los agentes del mercado, que tienen expectativas racionales, conocen ese nivel con relativa precisión.

En diversos trabajos elaborados durante los años 2000 varios economistas llamamos la atención sobre los efectos de la enfermedad holandesa. Reclamamos, de forma infructuosa, que los efectos reales de una prolongada apreciación cambiaria fueran tomados en cuenta y evitados mediante las políticas cambiarias de los gobiernos. La doctrina del FMI concibe a la enfermedad holandesa como una reestructuración óptima de la producción y el empleo frente a las nuevas condiciones internacionales que enfrentaban las economías —altos precios de las *commodities* de exportación y abundantes ingresos de capitales—. Ahora que cayeron los precios de las exportaciones y salen los capitales se dice, obviamente, que el nuevo tipo de cambio real de equilibrio es mayor que el anterior. Más allá de la discusión teórica sobre el tipo de cambio de equilibrio y la racionalidad de las expectativas de los agentes del mercado de cambio hay una cuestión de sentido común en el manejo de la política cambiaria. Los economistas aceptamos unánimemente que la reacción de la política económica frente a una situación novedosa para la economía debe diferir según si esa novedad es transitoria o permanente. Y muchos reconocemos que es generalmente imposible saberlo. El FMI acepta esto, pero su orientación fue equivalente a considerar permanentes los *shocks* externos positivos experimentados hasta hace poco por las economías latinoamericanas.

Los efectos de la enfermedad holandesa son irreversibles en el corto plazo, aunque esperamos que sean reversibles en un plazo más largo.

Por otro lado, el ajuste de la balanza de pagos mediante la devaluación tiene costos inflacionarios, reales y financieros. Hubiera bastado una actitud de prudencia en el diseño de la política económica para evitar caer en la enfermedad holandesa y la consecuente necesidad de ajustes abruptos en el balance de pagos, precisamente porque el futuro es incierto. Si no se quiere devaluar, la prescripción adecuada es no permitir que el tipo de cambio real se aprecie excesivamente.

En consecuencia, una evaluación de la contribución de la flexibilidad del tipo de cambio al desempeño macroeconómico resulta ambigua. En el lado positivo, hay que reconocer su contribución para evitar crisis de balance de pagos y financieras como las que fueron tan frecuentes e intensas en los treinta años anteriores. La nota negativa es que la destrucción de empresas, de empleo y de capital humano en el sector manufacturero y en otros sectores comerciables tiene gran peso y tendrá efectos de histéresis en el futuro.

Las condiciones favorables —que ahora sabemos que eran excepcionales— experimentadas por los países latinoamericanos entre 2003 y 2013 condujeron a un periodo de apreciación monetaria inusualmente prolongado y, en consecuencia, a un cuadro de aguda enfermedad holandesa. Por supuesto, es evidente que estos resultados no deben atribuirse a los regímenes de flotación administrada, sino más bien a la forma en que se diseñaron las políticas cambiarias, sobre todo en los casos en que se daban las condiciones necesarias para preservar tipos de cambio reales competitivos y estables. Sin embargo, no todos los países tenían tales condiciones, y ciertamente había algunos que, aunque lo hubieran intentado, no podrían haber logrado mantener un tipo de cambio real competitivo y estable —con Brasil probablemente como el ejemplo más relevante—. Este comentario apunta hacia la necesidad de controlar las entradas de capital durante las fases de auge.

La capacidad de un banco central para esterilizar de manera sostenida sus intervenciones compradoras depende de la magnitud de las compras que tiene que hacer: las dificultades serán mayores cuanto mayores

sean las compras necesarias para evitar la apreciación. El problema no radica en el superávit de la cuenta corriente, sino en la dimensión de los ingresos de capitales. En algunas economías financieramente pequeñas, los factores externos tienden a ser el principal determinante de los flujos de capital. En otras economías más grandes, el principal motor de las entradas de capital financiero es la rentabilidad en moneda extranjera de los activos en moneda nacional. Esta rentabilidad depende de la tasa de interés local y de las expectativas futuras de tipo de cambio nominal. Cuando la tasa de interés local es alta, los esfuerzos de esterilización no son sostenibles y las entradas de capital se ven atraídas, lo que multiplica las dificultades asociadas con el objetivo de defender un objetivo de tipo de cambio. Los ingresos de capitales son también mayores cuando en el mercado reinan expectativas firmes de apreciación de la moneda, porque la rentabilidad esperada medida en moneda extranjera se incrementa. Esta es la razón por la cual las intervenciones de los bancos centrales deben cumplir otra función, aparte de determinar el valor *spot* del tipo de cambio nominal: deben tener un efecto sobre las expectativas e inducir a los agentes del mercado a proyectar una tendencia estable en lugar de una tendencia a la apreciación. En este plano las economías latinoamericanas han fracasado claramente.

Si el banco central logra generar expectativas de un tipo de cambio real estable, la rentabilidad estimada de las inversiones financieras extranjeras será menor y las entradas de capital disminuirán en magnitud. A pesar de ello, existen países —o circunstancias económicas particulares en algunos países— con tasas de interés que serían atractivas para el capital financiero internacional incluso si se esperaran tipos de cambio reales estables. Este comentario apunta hacia la necesidad de controlar los ingresos de capitales, con el fin de reducirlos en etapas de auge y facilitar así al banco central la estabilización del tipo de cambio real. Aunque la aceptación llega algo tarde, el FMI cree ahora que el establecimiento de controles para limitar los ingresos de capitales es una política legítima.

LA ECONOMÍA ARGENTINA EN EL OCASO DEL POPULISMO 2015-2016

Mario Damill, Roberto Frenkel
y Martín Rapetti¹

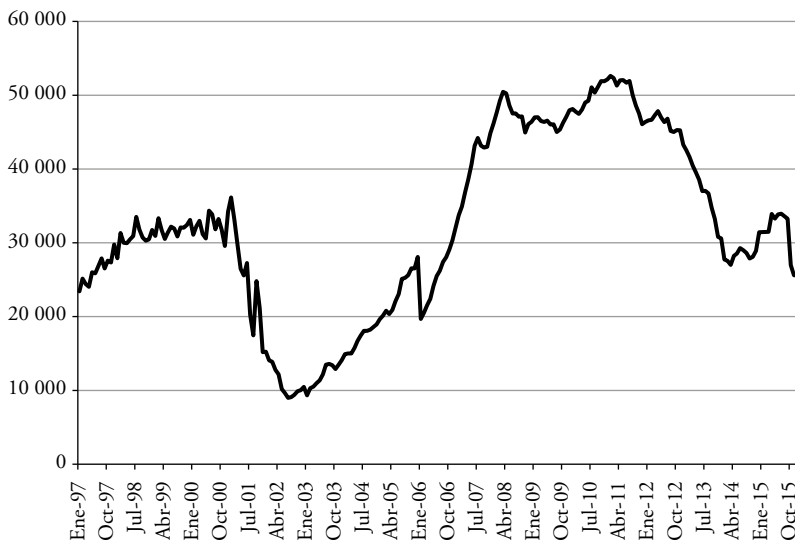
INTRODUCCIÓN

Al cierre del año 2015 y del segundo mandato presidencial de Cristina Fernández de Kirchner la economía argentina seguía una trayectoria insostenible. Un indicador lo mostraba con especial elocuencia: el escaso y declinante nivel de reservas internacionales, las que habían seguido contrayéndose a pesar de las diversas restricciones a las transacciones en el mercado de divisas impuestas desde fines de 2011 y que constituyen lo que se conoce como «cepo cambiario».

Como muestra el gráfico siguiente, el acervo de reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA) cayó casi a la mitad (-45%) entre fines de 2011 y fines de 2015. Las restricciones, que fueron modificándose a lo largo del periodo, alcanzaban a las compras de divisas para importación de insumos y bienes finales, las destinadas a viajes y turismo, a atesoramiento, y también a la remisión de utilidades y dividendos al exterior.

¹ Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y profesores de la Universidad de Buenos Aires. Los autores agradecen la colaboración de Diego Friedheim.

Gráfico 1. Reservas internacionales del BCRA
(en millones de US\$)

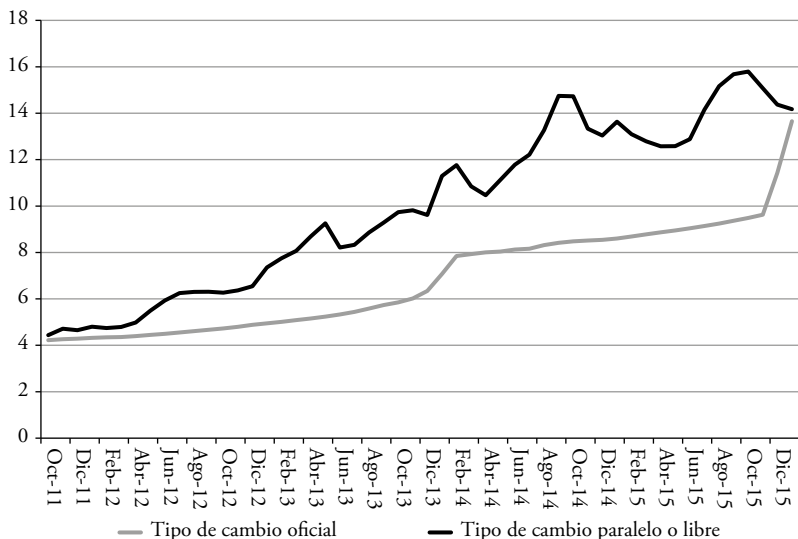


Fuente: BCRA.

El exceso de demanda de divisas al tipo de cambio oficial generaba, además de la tendencia declinante de las reservas de moneda extranjera, y dadas las restricciones a las transacciones ya mencionadas, una significativa brecha entre dicha paridad y la cotización paralela, llamada «blue». Solo Venezuela, en el contexto sudamericano, presentaba un desdoblamiento cambiario comparable.

Una tenue reactivación económica preelectoral, experimentada durante el segundo semestre de 2015 —recuperación «con vuelo de gallina», dado el muy pobre desempeño de la inversión y de las exportaciones en el periodo—, no alcanzaba a ocultar el cuadro de prolongado estancamiento con inflación relativamente alta.

Gráfico 2. Brecha cambiaria
(en pesos por dólar)

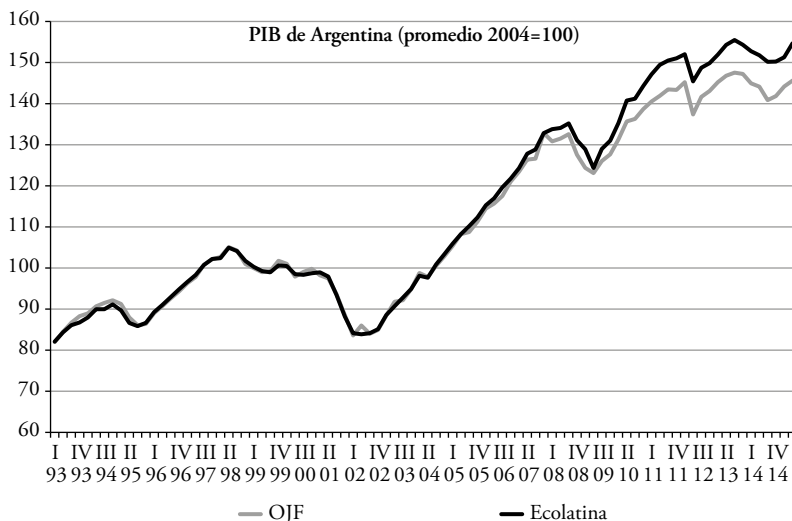


Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCRA y del diario *Ámbito Financiero*.

En efecto, el PIB per cápita dejó de crecer y en 2015 se encontraba en un nivel similar al de cinco años atrás, como puede verse en el dato de nivel de actividad agregada que se incluye en el gráfico 3.

La inflación se mantuvo sostenidamente por encima o en el entorno de 25% anual, a pesar de la utilización del tipo de cambio nominal como «ancla» del sistema de precios. Es de destacar la divergencia, desde comienzos de 2007, entre el índice de inflación oficial y los estimados por otras fuentes, los que a su vez tienen relativamente pocas diferencias entre sí (gráfico 4).

**Gráfico 3. Nivel de actividad agregada
(100=2004)**

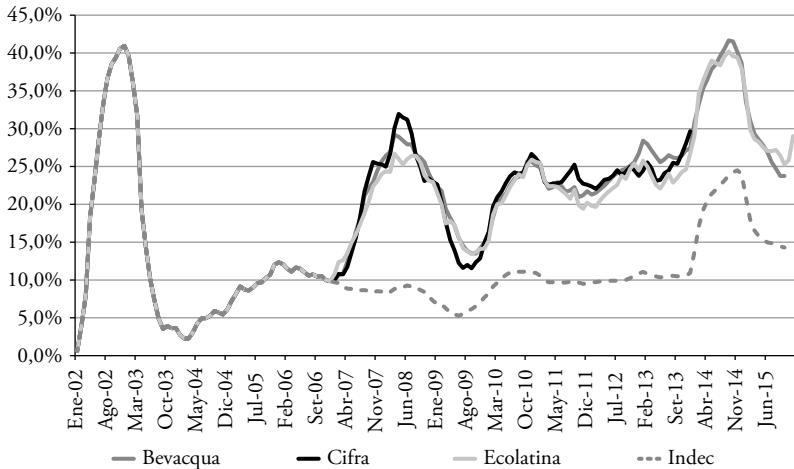


Fuente: elaboración propia a partir de datos de la consultora de Orlando Ferreres (OJF) y de Ecolatina².

El empleo del tipo de cambio nominal como ancla dio lugar a una muy intensa apreciación real: la paridad cambiaria de fines de 2015 había caído, en términos reales, a niveles comparables a los de 2001, antes de la crisis del esquema macroeconómico basado en la libre convertibilidad del peso a una paridad fija de un peso por dólar. Esos niveles resultaban extremadamente bajos en cualquier comparación histórica. Los gráficos 4 y 5a muestran la evolución de las tasas de inflación y la evolución de los tipos de cambios reales.

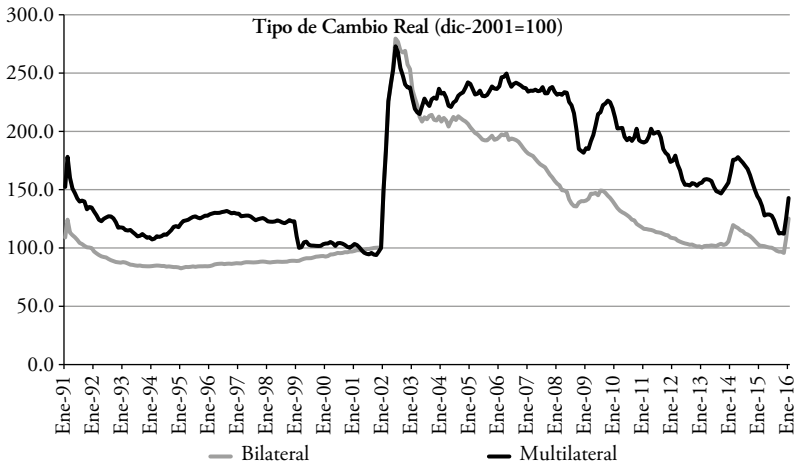
² Hasta 2007, esas fuentes mostraban una evolución del nivel de actividad muy similar a estimada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (Indec). Pasaron a diferir poco después de la intervención de ese organismo de estadísticas.

Gráfico 4. Tasa de inflación mensual interanual (IPC)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del centro Buenos Aires City («inflación Bevacqua»), Cifra, Ecolatina e Indec.

Gráfico 5a. Competitividad: tipos de cambio

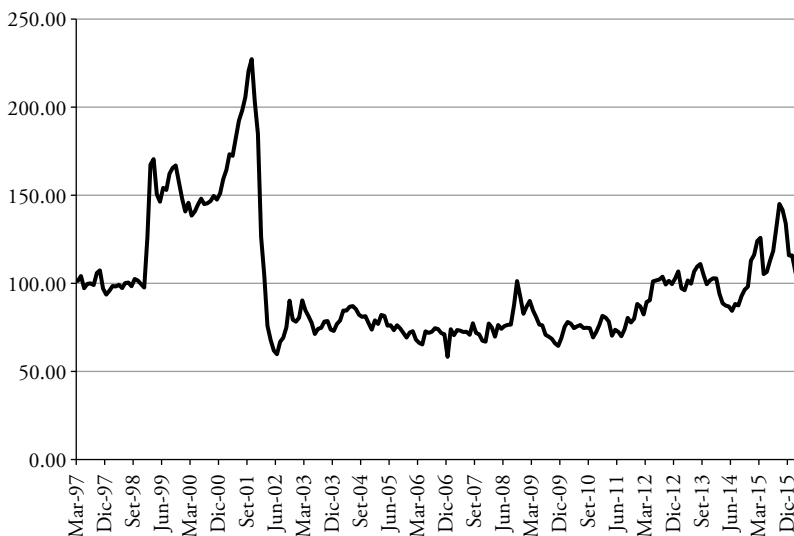


Fuente: elaboración propia a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, BCRA, Indec y Ecolatina.

Se incluye también, en el gráfico 5b, la información sobre el costo laboral unitario comparado con Brasil, un dato muy relevante relativo a la competitividad de las actividades transables locales. Es destacable la fuerte suba observada a partir de 2011.

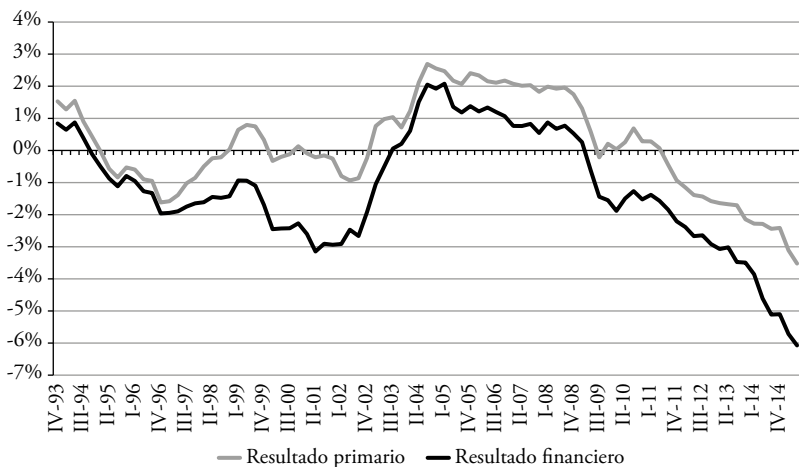
En los años recientes, dada la gravitación de la restricción externa, es decir, de la escasez de divisas como freno de la economía, la política fiscal sistemáticamente expansiva fue perdiendo potencia para dinamizar el nivel de actividad, pero llevó el déficit de las cuentas públicas a niveles sin precedentes en este siglo, por encima de los 6 puntos del PIB en 2015, de los cuales una parte sustancial la constituían los subsidios indiscriminados a las tarifas de energía y a los transportes. El gasto primario del gobierno creció casi todo el tiempo, con muy breves interrupciones, por encima de la recaudación desde 2007 en adelante.

Gráfico 5b. Competitividad: costo laboral unitario industrial relativo Argentina-Brasil (promedio 1997-98 = 100)



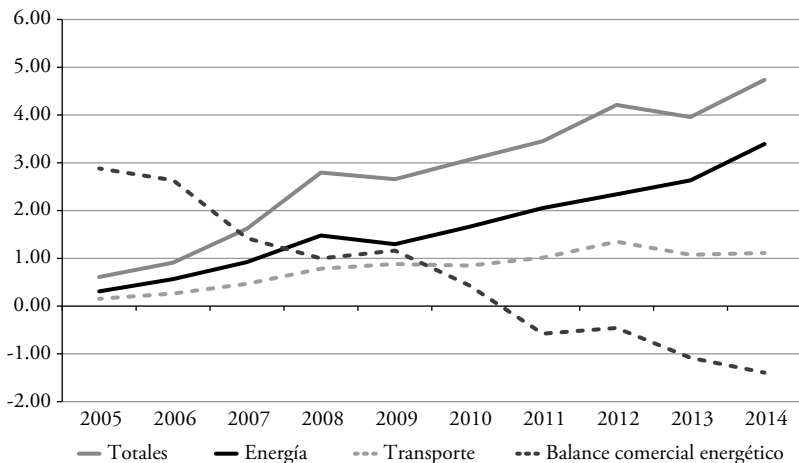
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo de la República Argentina, BCRA, Indec, Ecolatina, Buenos Aires City e Ipeadata.

Gráfico 6a. Resultado fiscal primario y financiero
(% del PIB)



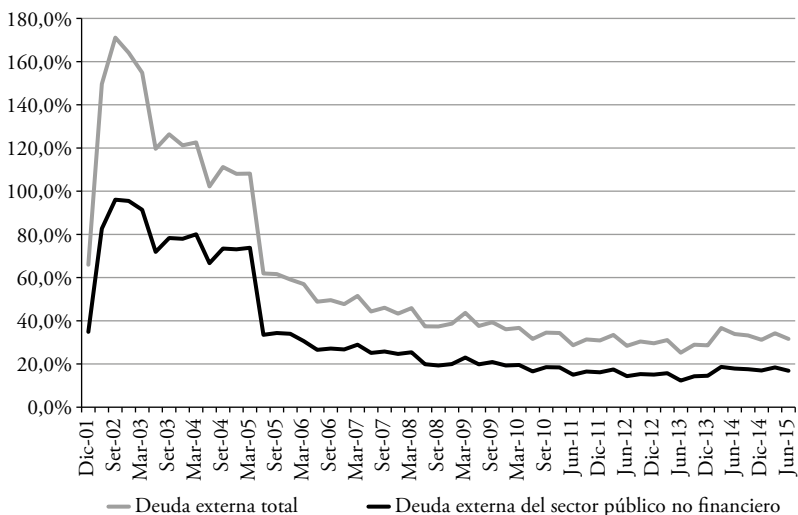
Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina.

Gráfico 6b. Subsidios al sector privado y saldo comercial energético
(% del PIB)



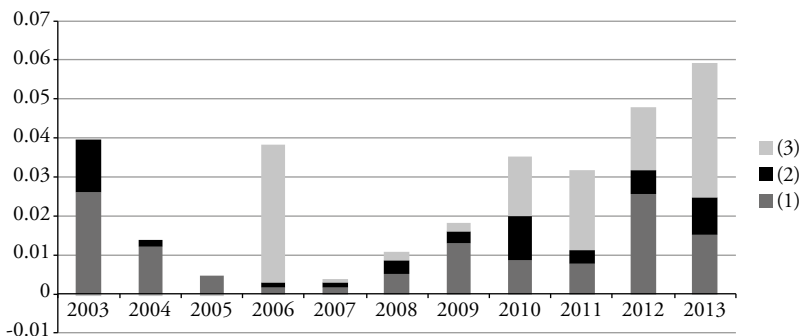
Fuente: elaboración propia a partir de datos ASAP, FMI e Indec.

Gráfico 7. Deuda externa total y pública
(en % del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Mecon.

Gráfico 8. Financiamiento del BCRA al Sector público
(% del PIB)



(1): Créditos de corto plazo en pesos.

(2): Utilidades del BC transferidas al gobierno.

(3): Préstamos en dólares al gobierno (utilizando reservas internacionales del BC) para pagar deuda externa.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Boletín Estadístico del BCRA, varios números.

Dado que el acceso al crédito ha estado severamente restringido para el gobierno, especialmente el crédito externo, debido a la persistencia de la situación de conflicto con los *holdouts* —es decir con los tenedores de deuda pública argentina que no aceptaron los canjes en la reestructuración de 2005 y en 2010, algunos de los cuales litigaron en la justicia de Nueva York—, el peso del financiamiento del desequilibrio de las cuentas públicas recayó de manera creciente sobre el Banco Central, cuya principal función pasó a ser precisamente la de cubrir ese déficit, con lo cual se configuró un cuadro de marcada «dominancia fiscal» sobre la política monetaria. El gráfico 8 muestra el incremento del financiamiento del BCRA al Tesoro, particularmente acentuado luego de 2009.

Existía, en apariencia, al concluir el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, un extendido consenso acerca de cuáles eran los principales problemas y desequilibrios macroeconómicos que el nuevo gobierno, que inició su administración en diciembre de 2015, debía enfrentar.

En primer lugar, corregir el fuerte atraso cambiario que ahogaba la producción transable y generaba un déficit creciente del balance en cuenta corriente y del balance de pagos. Asociado a ello, levantar las restricciones a las operaciones en el mercado de divisas, apuntando a reunificarlo. Una mejora en el tipo de cambio real debería dar lugar también al desmantelamiento de las medidas restrictivas sobre los flujos de importaciones, que se habían impuesto para proteger a algunas actividades transables locales a las que el atraso cambiario situaba en desventaja competitiva. Esas barreras proteccionistas generaban puntos de fricción y tensiones con otros países, en particular con Brasil y en el seno del Mercosur.

Debía corregirse también el considerable atraso relativo de los precios de la energía y los transportes, lo que resultaba imprescindible para revertir la trayectoria creciente del desequilibrio fiscal.

También se hacía necesario trabajar para recomponer las relaciones financieras externas, puesto que la reestructuración parcial de la deuda

en *default* estuvo lejos de coronarse con una reapertura de los mercados financieros internacionales para el país. Esto se debía en parte a la persistencia de la situación irresuelta, ya mencionada, con los *holdouts*, que cuentan con un fallo a su favor de la justicia de los Estados Unidos que el país no había cumplido. Tampoco se había logrado, durante el gobierno precedente, encarrilar una negociación efectiva para zanjar esa cuestión mediante algún tipo de acuerdo.

La recomposición de las relaciones financieras externas es importante, entre otros aspectos, porque el restablecimiento del acceso al crédito podría ayudar a extender en el tiempo algunas de las medidas requeridas para recomponer la consistencia de las políticas macroeconómicas, lo que suavizará el impacto social negativo que seguramente tendrán.

Había también consenso acerca de la necesidad de recuperar el control de la política monetaria, entonces subordinada a lo fiscal, y hacerla consistente con el objetivo de un progresivo descenso de las tasas de inflación a niveles de un dígito.

Al momento de escribir este texto, el nuevo gobierno, encabezado por Mauricio Macri, apenas transita por el primer trimestre de su gestión, y no pretendemos realizar aquí una evaluación de esta o de las medidas adoptadas inicialmente. Pero comprender los dilemas macroeconómicos que plantea la situación actual, a comienzos de 2016, requiere, sí, un balance más pormenorizado del estado de la economía heredado por el nuevo gobierno. La pregunta que surge inmediatamente al trazar el cuadro problemático de esa herencia es, puesto que los precios de bienes de exportación como la soja, pese a resultar inferiores a los máximos de la década pasada, son todavía considerablemente más elevados que en 2003: ¿cómo fue posible llegar a una situación de estanflación y penuria de divisas luego del muy largo periodo de bonanza externa experimentado desde 2003 en adelante y que (con la breve interrupción de 2008-2009) se ha extendido hasta el fin del periodo de los Kirchner y en cierto sentido aún perdura?

Sostenemos aquí que este cuadro de serias dificultades no fue principalmente el resultado del reciente cambio desfavorable del contexto externo, aunque este naturalmente acentúa algunos problemas —en especial si se considera el serio deterioro de la situación económica y política del Brasil—, sino de procesos internos y de decisiones de política que condujeron, desde una etapa «virtuosa» inicial, a la implantación de una política macroeconómica inconsistente que caracterizamos como «populismo macroeconómico», la que llevaría a su vez a la situación insostenible de fines de 2015.

En lo que sigue nos ocupamos de describir las dos etapas mencionadas, su génesis, los desempeños disímiles que las caracterizaron y las dificultades que fueron surgiendo endógenamente, así como el tránsito entre ambas y la forma en que fueron condicionadas por el contexto externo. Hacemos también referencia a algunos aspectos de la evolución del contexto político nacional y de las relaciones internacionales del país. Luego concluimos con un conjunto de reflexiones sobre política macroeconómica y sobre las interacciones entre política macro y política a secas, en una sociedad caracterizada por grado importante de conflicto social, particularmente en el plano distributivo. Estas consideraciones contemplan también algunos aspectos del momento inicial de la administración del presidente Mauricio Macri (finales de 2015).

LA ETAPA VIRTUOSA (2003-2010)

El rápido fortalecimiento de una presidencia «débil»

Las elecciones presidenciales de 2003 se dieron bajo la gran sombra de las múltiples crisis de 2001 y 2002, de muy graves consecuencias económicas, sociales y políticas. La demanda popular de «que se vayan todos», referida a los dirigentes políticos, escondía en realidad una demanda de gobierno, luego del fracaso estrepitoso de la gestión de la alianza que llevara a la presidencia a Fernando de la Rúa.

Esa demanda de «más gobierno» había encontrado algunas respuestas eficaces en materia de gestión de la economía bajo la breve administración del presidente Duhalde y de los ministros Remes Lenicov y Lavagna —este último seguiría en esa función al comienzo del gobierno de Néstor Kirchner—. A lo largo de 2002 se había logrado, a través de un proceso complejo —no exento de marchas y contramarchas y muy conflictivo—, superar el momento más duro de la crisis, estabilizar algunas variables cruciales como el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real y el PIB y, lentamente, poner a la economía nuevamente en movimiento, al tiempo que se restablecía en forma progresiva la estabilidad monetaria y financiera y se contenía el salto inflacionario generado por la fuerte devaluación del peso.

Pero en el plano político, la implosión del sistema de partidos, con la desaparición de la alianza —la coalición que sustentara la referida presidencia de Fernando de la Rúa entre 1999 y fines de 2001— y un grave debilitamiento de la Unión Civil Radical (UCR), el principal partido de dicha alianza, dio paso a un escenario de muy acentuada fragmentación de fuerzas.

En las elecciones de 2003, como reflejo de esa fragmentación, ningún candidato a presidente alcanzó siquiera 25% de los votos en la primera vuelta electoral³. Néstor Kirchner quedó en segundo lugar, pero fue electo presidente debido a la decisión de Carlos Menem de no competir en el balotaje, en el que se anticipaba que sería claramente derrotado. Néstor Kirchner inicia así una fase de presidencia «débil».

³ Carlos Menem obtuvo un 24,45% y Néstor Kirchner un 22,24% de los votos. El candidato de la UCR Leopoldo Moreau reunió apenas 2,34%, nítido reflejo de la profunda crisis de ese partido. Sin embargo, cabe notar también que, más allá de sus diferencias, los dos primeros candidatos se definían como «justicialistas», al igual que Adolfo Rodríguez Saá, quien obtuvo poco más de 14%, de modo que los candidatos justicialistas sumados reunieron alrededor de 60% de los votos, lo que prefiguró un aspecto del futuro mediano: la consolidación de un sistema partidario con una fuerza política claramente dominante.

Esa relativa debilidad devenía del limitado respaldo cuantitativo en términos de votos con que había sido electo, pero también de otros factores limitantes que incluían un todavía escaso control del peronismo, como también de las fuerzas de esa corriente en el ámbito parlamentario y sindical, por parte del presidente, por ejemplo⁴.

Sin embargo, tres importantes factores jugaban a favor del nuevo mandatario: (i) el curso favorable que ya venía siguiendo la economía desde antes de su asunción —repuntando desde el punto más agudo de la crisis—, (ii) la muy acentuada fragmentación de la oposición y (iii) su indudable audacia política. Especialmente debido a esta última cualidad, en un lapso relativamente breve, entre 2003 y 2006, Néstor Kirchner consiguió convertir su presidencia «débil» en una fuerte, y poco después en una «dominante», según la caracterización de Ollier (2015). Fueron fundamentales para ello ciertas decisiones de mucho peso tomadas por el nuevo presidente —con un impacto favorable en la opinión pública—, como la modificación de la composición de la Corte Suprema de Justicia, por entonces muy desprestigiada, y medidas en el plano de los derechos humanos —especialmente la derogación de las leyes de Obediencia Debida y Punto Final que habían beneficiado a agentes de la represión en el periodo de la dictadura militar—. También se derogaron leyes de flexibilidad laboral vigentes desde los años noventa, lo que facilitó la reunificación de la Confederación General del Trabajo, hasta entonces dividida, que se encolumnó en apoyo al gobierno.

En un lapso relativamente breve de intenso activismo político, Kirchner logró asumir la conducción del peronismo, de manera informal en un principio y formal más tarde. El presidente asumió también un papel muy importante en el proceso de reestructuración de la deuda pública en situación de *default*, con lo que impulsó una importante quita.

⁴ Nos basamos, en este punto, en la caracterización de la evolución del poder presidencial que se presenta en Ollier (2015).

La reestructuración llegaría a buen puerto a comienzos de 2005, aunque no cerraría completamente el capítulo del *default*⁵.

Al responder, mediante esas y otras medidas de impacto, a la demanda de gobierno de la sociedad, Néstor Kirchner logró incrementar sus recursos políticos y fortalecer considerablemente su presidencia.

Un hito importante en ese camino estuvo constituido por las elecciones de medio periodo, de renovación parcial de las cámaras legislativas, en octubre de 2005. Esos comicios resultaron ser una especie de divisor de aguas. En ellos el presidente consiguió plasmar en votos su creciente gravitación política y obtener una importante victoria. Además del triunfo nacional, fue de gran relevancia el resultado en la electoralmente estratégica Provincia de Buenos Aires, donde dirimía en verdad el liderazgo del peronismo, contra el expresidente Duhalde. Allí el peronismo se presentó dividido, y Cristina Fernández de Kirchner fue electa al Senado de la Nación al derrotar a Hilda Duhalde, lo que constituyó un paso decisivo para que la flamante corriente kirchnerista avanzara hacia el control político de la Provincia.

Incrementados sus recursos políticos, Kirchner decide poco después redefinir su gabinete desplazando a algunos ministros importantes que había «heredado» de la gestión de Duhalde —en especial el ministro de Economía, Lavagna—. Se fue avanzando así hacia un cuadro de «hiperpresidencialismo», entendido como el ejercicio del poder por parte de la presidencia sin contrapesos efectivos⁶.

Un tanto paradójicamente, o quizás no tanto, el inicio de la presidencia fuerte marcaría también el progresivo debilitamiento de la calidad del manejo de la política económica, tendencia que se acentuaría en forma progresiva más tarde, en la fase de presidencias «dominantes»⁷.

⁵ Puede verse al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

⁶ Russell y Tokatlian (2015) señalan además que el hiperpresidencialismo «favorece la sobreactuación y la volatilidad en materia de política exterior» (p. 239).

⁷ Ollier señala que el calificativo de «dominante» aplica al final de la presidencia de Néstor Kirchner y a los dos periodos sucesivos de Cristina Fernández de Kirchner.

A continuación, abordamos más específicamente los aspectos de la evolución económica en esta primera etapa de presidencia «débil».

El régimen de tipo de cambio real competitivo y estable

Sintetizaremos en este punto los principales ejes de la exitosa experiencia de política macroeconómica argentina a la salida de la crisis de 2001-2002. El pilar central fue un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). En efecto, el TCRCE multilateral se mantendría con cambios relativamente menores por algo más de cuatro años (véase el gráfico 5a). El cuadro incluido a continuación reúne algunos de los datos macroeconómicos básicos del periodo y de la etapa subsiguiente.

Tabla 1. Principales variables macroeconómicas

	PBI (%)	Inflación	Términos de intercambio (2004=100)	Tasa de la FED EE.UU.	TCRCE (Dic 01=100)		Superávit primario (% PBI)	Cuenta corriente (% PBI)	Salario real (var %)
					US\$	Multilateral			
2003	8,8%	3,7%	93,4	1,10	215,8	216	2,3%	6,5%	7,7%
2003-08	7,8%	14,8%	103,4	2,94	188,0	223	3,3%	3,6%	9,4%
2008	4,4%	23,0%	120,4	1,88	143,7	203,0	3,1%	2,8%	2,9%
2010-14	2,7%	25,5%	135,17	0,25	111,5	162	0,0%	-0,1%	3,0%
2014	-2,6%	37,6%	131,91	0,25	112,0	158	-0,9%	-0,3%	-4,1%

Fuente: elaboración propia a partir de Indec, BCRA, Orlando Ferreres (OJF), Ecolatina, Ministerio de Economía de la República Argentina y Ministerio de Trabajo de la República Argentina.

Al decir de la autora: «Un presidente dominante dispone de recursos suficientes para controlar políticamente —a través de distintos mecanismos— o garantizarse el apoyo tanto de las instituciones formales (los poderes judicial y legislativo, los partidos políticos y los gobernadores en países federales) como de otros actores (fuerzas armadas, campesinos, sindicatos) relevantes en la competencia política. [...] El presidente gobierna a expensas de pesos y contrapesos, y sortea la *accountability* horizontal y social, al fiscalizar los organismos que la Constitución diseña para controlarlo (auditorías, defensorías, entre otros)» (2015, p. 63).

A la salida de la crisis del régimen de convertibilidad y luego de algunos tropiezos, se consiguió estabilizar la paridad cambiaria en el marco de un régimen de flotación administrada⁸. Merece mención el hecho de que eso se logró a pesar del aislamiento financiero del país luego del *default*, lo que incluyó la abierta oposición del FMI a la política cambiaria —en favor de una flotación sin intervención—.

El efecto inflacionario de la fuerte devaluación de inicios de 2002 fue transitorio. El coeficiente de traslado a precios resultó ser el más bajo en la historia de las devaluaciones en el país hasta ese momento. Varios factores contribuyeron a este resultado: la larga estabilidad de precios durante la década en la que se mantuvo el régimen de caja de conversión y la ausencia de mecanismos indexatorios heredada de ese régimen; y el elevado desempleo que limitó la reacción salarial. Además, la devaluación fue parcialmente compensada por el establecimiento de impuestos a la exportación (retenciones), y muchos precios públicos que estaban dolarizados fueron convertidos a pesos («pesificados») y congelados.

La tasa de inflación dio un salto hacia arriba como reflejo del impacto inicial de la devaluación pero enseguida comenzó a declinar, y hacia mediados de 2003 la tasa de inflación anualizada era prácticamente nula. La estabilización de precios contribuyó a su vez a la estabilidad cambiaria.

Una vez estabilizada la paridad, comenzó a recomponerse la demanda de dinero y el Banco Central dio lugar a que se produjera una moderada apreciación nominal del peso, para luego comenzar a intervenir con la intención de ponerle un límite. Esa intervención estabilizadora, ya entrado el año 2003, puede considerarse el inicio de la vigencia de la etapa de TCRCE.

⁸ Hemos examinado en varios trabajos cómo se llegó a establecer, hacia 2003, ese TCR competitivo, y los avatares posteriores. Véase, por ejemplo, Damill, Frenkel y Rapetti (2014 y 2015) y Frenkel y Rapetti (2006 y 2008).

La devaluación real fue clave para lograr que se configurara un cuadro de «superávits gemelos», externo y fiscal, con lo cual se invertía lo observado en los años noventa. El tipo de cambio real elevado permitió pasar a una situación fuertemente superavitaria del comercio y también de la cuenta corriente del balance de pagos y acumular reservas. Por cierto, el aumento de los precios de los productos básicos de exportación contribuiría a esa mejora a partir de 2004. La captura por parte del sector público de parte del efecto de la devaluación sobre los precios, vía impuestos a la exportación, favoreció también la recomposición de las cuentas públicas, sobre las que tuvo impacto decisivo, asimismo, la suspensión inicial (parcial) de los pagos de deuda externa pública y, a partir de 2005, el efecto de la consiguiente reestructuración, ya mencionada, de las obligaciones financieras internacionales del gobierno nacional. Pero fueron especialmente relevantes los efectos sobre la recaudación fiscal de la expansión económica, que rápidamente adquirió un gran dinamismo.

El esquema de TCRCE se reveló muy eficaz para promover una veloz expansión. En otros trabajos hemos identificado varios canales por los cuales un tipo de cambio real elevado favorece el crecimiento económico y la generación de empleo⁹. El «canal macroeconómico» refiere el efecto expansivo que opera sobre exportaciones y sustitución de importaciones. El canal de desarrollo se refiere al incentivo a la inversión en los sectores productores de transables, que tiene efectos dinamizadores sobre la productividad y externalidades sobre el resto de la economía. El «canal macroprudencial» enfatiza la importancia de la estabilidad macroeconómica sobre la inversión agregada cuando se mantiene un TCR competitivo. Un TCRCE tiende a generar balances de pagos robustos y acumulación de reservas internacionales, lo cual reduce las posibilidades de frenazos en los flujos de financiamiento externo (*sudden stops*) y crisis financieras. Finalmente, el «canal de intensidad laboral»

⁹ Por ejemplo en Frenkel (2008) y Frenkel y Rapetti (2006 y 2008).

destaca el mecanismo por el cual un TCRCE elevado incentiva el empleo de mano de obra al favorecer una mayor utilización de trabajo por unidad de capital.

Siendo el TCRCE el eje principal del esquema macroeconómico, ¿cómo se coordina la política cambiaria con las restantes políticas macro?

En primer lugar, la política monetaria se subordina en parte a lograr la meta intermedia de tipo de cambio, de modo que se hace necesario intervenir con ese fin. Así se hizo mediante intervenciones compradoras en el mercado de divisas desde fines de 2003.

En ese marco se establecían metas cuantitativas para mantener controlada la cantidad de dinero, lo que hacía necesarias acciones de esterilización monetaria. La esterilización tiene costos y, en consecuencia, puede poner límites a la política de flotación administrada si aquellos se tornan elevados. No fue el caso durante el periodo en cuestión. Eventualmente, puede recurrirse también a restricciones a los movimientos de capital. De hecho, se implementaron desde 2005 cuando, luego de la reestructuración de la deuda, comenzaron a producirse ingresos netos de capitales privados que, puesto que en ese momento la cuenta corriente era también superavitaria, complicaban el manejo monetario.

Por otra parte, la necesidad de la estabilización monetaria y financiera luego de la crisis de 2001-2002 imponía muchas restricciones. Por ejemplo, con un sistema financiero quebrado, la emisión de dinero dirigida a apoyar a los bancos tendió inicialmente a hacerse endógena, aunque los consiguientes incrementos de la masa monetaria fueron absorbidos por una demanda de liquidez en pesos en recuperación. La mayor liquidez se combinó con otras medidas de apoyo a la banca y con una actitud de «tolerancia regulatoria», y así se recompuso de a poco la salud de las entidades bancarias, siguiendo un enfoque gradualista que fue también, como lo era la política cambiaria, resistido por el FMI, que en este caso abogaba por un tratamiento de *shock*.

Con la política monetaria limitada por los requerimientos derivados del manejo cambiario y de la crisis financiera, la moderación del efecto expansivo propio del esquema de TCRCE debía recaer en mayor grado sobre la política fiscal. Además, en condiciones de *boom* de precios de exportables, un manejo apropiado de la política fiscal debería pasar por captar parte de las ganancias extraordinarias derivadas de dicha bonanza y posiblemente constituir un fondo de estabilización. La conducción económica inicial bajo el gobierno de Néstor Kirchner promovía la constitución de tal fondo, pero no se avanzó en ese sentido.

Otro elemento central para la conducción de un esquema de TCRCE es la política salarial y de ingresos. Un TCRCE competitivo implica que en cada momento del tiempo el salario real —o más precisamente, el poder de compra de los salarios, medido en bienes y servicios transables— sea inferior al que se podría tener con un tipo de cambio real de «equilibrio» —más bajo que el nivel competitivo que sigue el esquema de TCRCE—. La apuesta del esquema de TCRCE es que la inversión en actividades transables que generen varios tipos de externalidades y derrames positivos al resto de la economía propicie un rápido aumento de la productividad y de los ingresos reales. En otras palabras, un régimen de TCRCE implica salarios reales más bajos que los que se podría tener con otro esquema, pero con mayor ritmo de crecimiento. Es central entonces hacer compatibles las mejoras salariales con las ganancias de productividad de los sectores transables. Las políticas salarial y de ingresos deberían cumplir ese papel.

La política salarial de los gobiernos kirchneristas, en cambio, propició sostenidas escaladas salariales superiores a la suma de la tasa de inflación pasada más la tasa de crecimiento de la productividad.

Algunos problemas de la fase virtuosa y la pérdida de la virtud

Crecimiento vertiginoso del PIB y del empleo; aumento de los salarios reales, superávits del balance de pagos y de las cuentas fiscales; reestructuración de la deuda y saneamiento del sistema financiero interno. Destacado por logros tan notables, el «modelo» argentino parecía compararse también favorablemente con los regímenes de metas de inflación que se habían instaurado por entonces en varios países de la región (Chile, Brasil, Perú, Colombia, México), sobre todo por evitar el sesgo hacia la apreciación cambiaria que se observaba en esos casos.

Sin embargo, también asomaban problemas. El más evidente de ellos era la aceleración inflacionaria. Desde el «piso» de 2003 la tasa inflacionaria anual casi se duplicó en 2004 y lo hizo nuevamente en 2005. Frente a ese fenómeno, que hubiese requerido reformular el programa macroeconómico, el gobierno evitó una respuesta integral y consistente. En 2006 recurrió a la prohibición de exportaciones de algunos alimentos, controles y acuerdos de precios y, a comienzos de 2007, se cayó en la desafortunada práctica de alterar los índices de precio, y actúan sobre el indicador en lugar de hacerlo sobre el fenómeno¹⁰.

La política macroeconómica fue perdiendo consistencia con el tiempo y se deslizó progresivamente hacia lo que llamamos «populismo macroeconómico»¹¹, orientación que se desplegaría plenamente desde 2010 en adelante. En 2005, por ejemplo, y con la economía creciendo a un ritmo superior al 8% anual, no solo se abandonó la idea de constituir

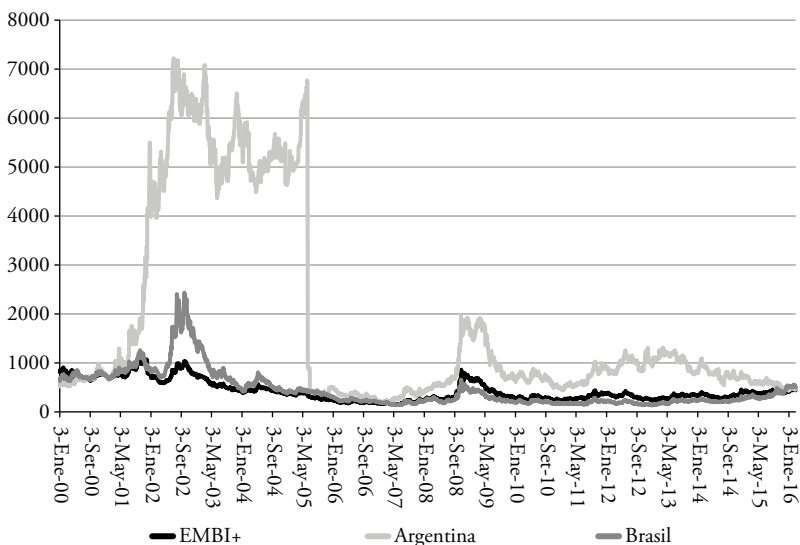
¹⁰ La tasa de variación del IPC «entre puntas» pasó de 3,7% en 2003 a 6,1% en 2004 y a 12,3% en 2005. En 2006, a merced de medidas de intervención en ciertos mercados y a acuerdos de precios, bajó a 9,8%. Al año siguiente, 2007, tras la intervención del Indec, el registro oficial indicó una nueva baja, a 8,5%, cuando las tasas de variación de precios al consumidor medidas por diversas fuentes —privadas e incluso oficiales de provincias— coincidían en registrar para ese año una fuerte aceleración, con tasas del orden de 25% interanual y, además, con muy escasa diferencia entre las distintas fuentes (véase el gráfico 4).

¹¹ Véase por ejemplo Damill, Frenkel y Rapetti (2014 y 2015).

un fondo fiscal anticíclico, sino que la política fiscal adquirió ya entonces un sesgo expansivo que, en tal contexto, en medio de un *boom* de precios de *commodities* de exportación como la soja, y con el gasto privado creciendo de manera muy acelerada, resultaba claramente inapropiado.

La manipulación del IPC fue, por su parte, el primer escollo de los varios que aparecerían en el camino e impedían que la recomposición de las relaciones financieras externas del país se completara, recorriendo el resto del camino abierto por la reestructuración de 2005. En efecto, parte importante de la deuda reestructurada estaba denominada en pesos y se ajustaba por inflación, de modo que puede argumentarse que la manipulación del índice constituyó un *quasi default* sobre esa deuda, cuyo capital pasó a ajustarse por debajo de lo que hubiese correspondido.

Gráfico 9. Primas de riesgo país en puntos básicos
(promedio para las economías emergentes EMBI+, Argentina y Brasil)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía de la República Argentina.

Puede constatar en el gráfico 9 que, inmediatamente después del inicio de esta práctica, la prima de riesgo país de los bonos soberanos de Argentina, que había bajado sustancialmente luego de la reestructuración, equiparándose a la del Brasil a inicios de 2007, subió por sobre la del país vecino y por sobre la del conjunto de los emergentes. Esto sucedió antes de que dichas primas se movieran conjuntamente hacia arriba al calor de la crisis financiera internacional iniciada en 2007 en el segmento de hipotecas *sub prime* en el sistema financiero de los EE.UU.

Algo más tarde, esa crisis internacional impactó sobre el ritmo de crecimiento, lo cual frenó la expansión vertiginosa que traía la economía hasta 2007, principalmente como consecuencia de una fuerte declinación del valor de las exportaciones. Sin embargo, los canales financieros de transmisión del *shock* externo negativo no tuvieron la gravitación que habían tenido en crisis anteriores, por diversas razones, algunas asociadas a ciertas fortalezas de la economía derivadas de la bonanza precedente —como una cuenta corriente del balance de pagos superavitaria, un elevado nivel de reservas internacionales y un endeudamiento externo relativamente bajo—. De manera un tanto paradójica, sin embargo, otros de los factores que atenuaban este impacto negativo eran en realidad reflejo de una carencia: la Argentina se encontraba aún aislada de los mercados internacionales de fondos, y ese relativo aislamiento significó también una vulnerabilidad acotada ante el cambio desfavorable del escenario financiero externo.

En 2007-2008 la política fiscal mantuvo su sesgo expansivo, pero en este caso esa era una respuesta apropiada a las nuevas circunstancias, que permitió amortiguar los efectos de la declinación de la demanda privada.

En contraste, fue menos claro el manejo de la política cambiaria: la preservación del TCRCE fue debilitándose como meta intermedia de la política económica. Al contrario, en el marco de un intenso conflicto con el sector agropecuario acerca de los impuestos de exportación, el gobierno dejó apreciar la paridad nominal a comienzos de 2008, y al llegar al momento del contagio derivado de la quiebra de Lehman

Brothers el TCRCE multilateral era aproximadamente un 25% más bajo que el promedio de 2003-2007, periodo en el que se había mantenido con escasas oscilaciones (véase el gráfico 5).

«Desendeudamiento» y relaciones internacionales

Como se podría esperar en una presidencia «débil», según se ha caracterizado a la de Néstor Kirchner en su comienzo, la agenda de política internacional estuvo dominada por prioridades de orden interno, aunque ese rasgo se mantendría más tarde atravesando también las gestiones de Cristina Fernández de Kirchner¹². Algunos de los temas relevantes del periodo, como el proceso de reestructuración de la deuda, eran secuelas de la crisis de 2001-2002. También en el plano de las relaciones internacionales fueron de mucho impacto algunas «decisiones fuertes» del presidente, que concitaban apoyo mayoritario, como el impulso a una importante quita sobre la deuda en *default*, y la cancelación, a fines de 2005, de toda la deuda vigente con el FMI. La reducción de la deuda pública total y de la deuda externa pública como consecuencia de la reestructuración se aprecia con claridad en el gráfico 7.

Néstor Kirchner articuló un discurso latinoamericanista y «pro-Sur». Un evento muy importante en el crucial año 2005 fue la IV Cumbre de las Américas realizada en Mar del Plata en noviembre —a la que asistiera el presidente Bush— en la que Néstor Kirchner y el presidente venezolano Hugo Chávez se aliaron para oponerse al proyecto del ALCA.

Cabe señalar, sin embargo, que el discurso latinoamericanista de los sucesivos gobiernos de la década tendría un relativamente escaso reflejo en los flujos de comercio con la región. Las mayores variaciones en la estructura de los intercambios internacionales del país estuvieron constituidas por el considerable aumento de la participación de China, tanto en las importaciones cuanto en las exportaciones, con contrapartida en una pérdida de peso relativo de los EE.UU. y de la Unión Europea,

¹² Véase por ejemplo Russell y Tokatlian (2015).

mientras que la participación del comercio con otros países de la región latinoamericana presentaba poca variación¹³.

Un frente económico de conflicto externo, que se mantuvo plenamente abierto por entonces, fue el asociado a las múltiples demandas de empresas multinacionales por la «ruptura de contratos» —a través, por ejemplo, de la pesificación de los precios de servicios públicos privatizados en los años noventa— en 2002, durante la crisis, lo que originó numerosas demandas contra el país en el CIADI (ICSID, por sus siglas en inglés). El gobierno argentino mantuvo un *statu quo* que las empresas consideraban lesivo, pues preservó una situación que requería seguramente renegociaciones de contratos, entre otras medidas. Esta aparente morosidad de las autoridades fue un factor importante para explicar la insuficiente inversión de capital y, consecuentemente, el paulatino deterioro de la infraestructura de servicios —eléctrica y de ferrocarriles, por ejemplo— que se extendería hasta el final de las administraciones kirchneristas.

LA ETAPA DE POPULISMO MACROECONÓMICO

Las «presidencias dominantes» de Cristina Fernández de Kirchner

Como indicamos más arriba, siguiendo la caracterización de Ollier (2015), el poder político presidencial se fue fortaleciendo progresivamente a partir de 2003. Si Néstor Kirchner fue electo presidente con

¹³ Véase al respecto Russell y Tokatlian (2015, p. 246). Entre los años 2000-2001 y 2010-2011, las exportaciones a China pasaron de 5,8 a 14,8% del total, prácticamente igualando la caída sumada de la participación de EE.UU. y UE15. En las importaciones, el comercio con China pasó de 4,6% del total a 11,3%, con caídas de EE.UU. y UE15 que sumaron 10,2%. Más adelante, a lo largo de la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner, los problemas de los flujos comerciales con la región, y muy especial con el Brasil, se agravarían como consecuencia de las acciones proteccionistas de Argentina, adoptadas como forma de atenuar la declinación del nivel de reservas y compensar en parte los efectos negativos del fuerte atraso cambiario sobre las actividades transables locales.

menos de 23% de los votos, en las elecciones presidenciales de 2007 su esposa duplicó ese caudal, arañando el 46% de los votos y casi duplicando también los sufragios obtenidos por la fórmula que ocupara el segundo lugar. Cristina Fernández de Kirchner contaba con considerables recursos políticos, incluyendo un fuerte respaldo legislativo y del peronismo, así como de buena parte del aparato sindical, y contaba también con un importante apoyo ciudadano. Su poder político se veía de hecho reforzado por la persistencia de la fragmentación de la oposición —aunque las distintas corrientes de la misma sumaran más del 50% de los votos—.

Durante las gestiones de la presidente Cristina Fernández el hiperpresidencialismo se vio acentuado. La mandataria ejerció el gobierno en un estilo «decisionista», con escaso diálogo y negociación, particularmente en el Parlamento, pero también al interior de la propia fuerza política gobernante e incluso dentro del gabinete de ministros. Las decisiones del Poder Ejecutivo tendieron a concentrarse en un muy pequeño grupo de personas en el entorno de la presidencia, y dado el control político ejercido sobre el peronismo y los legisladores de ese partido, fueron impuestas al parlamento y a la sociedad toda.

Esa forma concentrada de ejercicio del poder encontró un primer gran escollo en el conflicto con el sector agropecuario mencionado más arriba, a fines de 2007 y comienzos de 2008, en el que el oficialismo resultaría finalmente derrotado.

En lugar de llevar a una revisión del estilo de gobierno, esa derrota política generó, por el contrario, un reforzamiento de aquel, dada la manera de reaccionar «huyendo hacia adelante» que sería característica de las presidencias de Cristina Fernández. Así, en 2008 el Ejecutivo adoptó decisiones de mucho peso, como la de estatizar los fondos de pensión privados, la estatización de Aerolíneas Argentinas y el establecimiento por decreto de la Asignación Universal por Hijo.

Pese al impacto favorable de esas medidas en buena parte de la opinión pública, varios factores contribuirían a la derrota del oficialismo en las elecciones de medio periodo (2009). Entre ellos, el clima

de conflicto social en torno a la cuestión de las retenciones agropecuarias, que se sumó a otros elementos negativos como la aceleración inflacionaria y la recesión vinculada con la crisis global.

Pero en 2010 sobrevino la muerte de Néstor Kirchner. Este hecho originaría en la población una ola de simpatía hacia la presidente, que se expresó, por ejemplo, en un impactante cambio en las encuestas de opinión. En dichas encuestas, la opinión favorable a la presidente saltó de 19% a 55% en pocos meses (Ollier, 2015, p. 50).

Ese factor confluyó con el rápido repunte de la economía a partir de 2009 y con la persistencia de la fragmentación opositora —aún después de su buen desempeño electoral en aquel año—, lo que hizo posible que la presidenta lograra su reelección en 2011. Obtendría un 54% de los votos en la primera —y, naturalmente, única— vuelta electoral, lo cual incrementó además el peso del oficialismo en las cámaras legislativas y en el control territorial de provincias e intendencias a lo largo de todo el país.

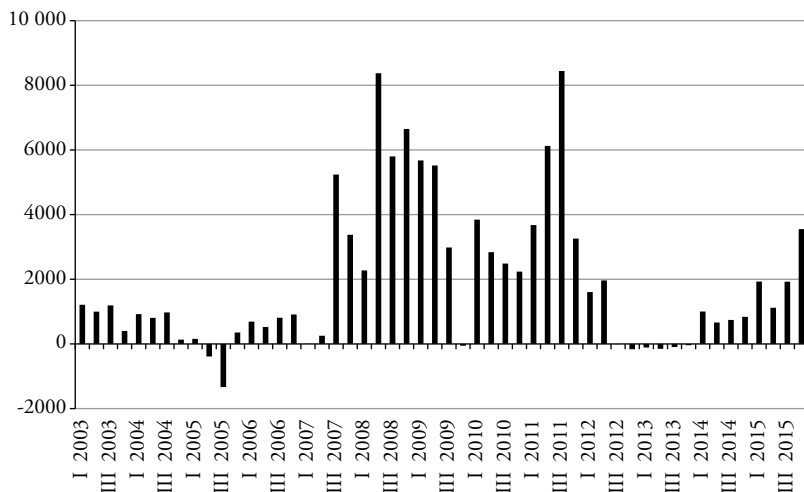
Una presidencia «dominante» y una economía cada vez más débil

Así, superado el lapso asociado al momento más intenso de la crisis global, el nivel de actividad repuntó velozmente en 2010-2011 (véase el gráfico 3). Sin embargo, desde principios de 2012 se comenzaría a transitar por un sendero de estancamiento del producto, del empleo y de los salarios, con un ritmo inflacionario relativamente alto para los patrones latinoamericanos del periodo.

El inicio de esta trayectoria desfavorable es coincidente con la introducción de los controles en el mercado de cambios, los que fueron establecidos con el propósito de detener, evitando una devaluación, la persistente caída de las reservas internacionales que el Banco Central sufría desde mediados de 2011.

En un principio, el aumento de la demanda de activos externos que desató la contracción de las reservas de divisas pudo interpretarse como un emergente natural de la incertidumbre vinculada a la elección presidencial.

Gráfico 10. Formación bruta de activos externos del sector privado
(en millones de US\$)

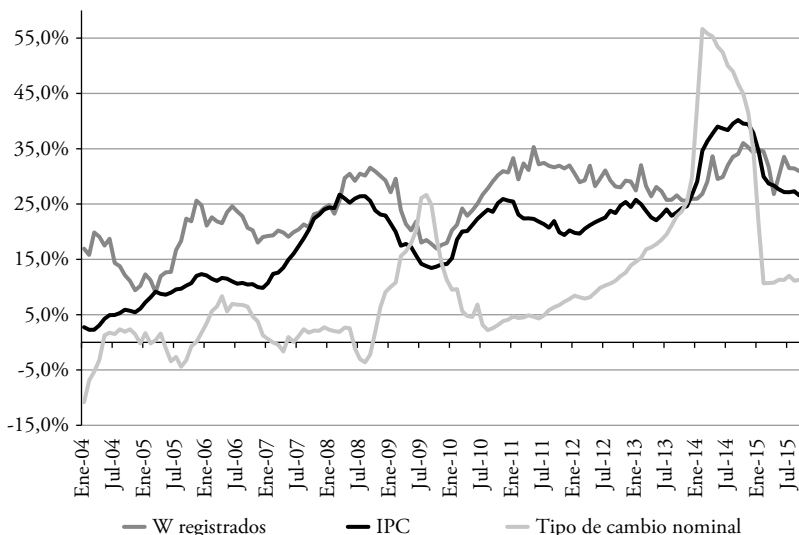


Fuente: Indec.

De hecho, no se observaban a mediados de 2011 síntomas significativos de desequilibrio macroeconómico: la economía aún exhibía superávits gemelos, aunque declinantes, de las cuentas públicas y externas, y un tipo de cambio real multilateral en niveles que no eran percibidos como desalineados, aunque está claro que el carácter expansivo de la política fiscal resultaba inapropiado en una economía con tasas de expansión de la actividad muy elevadas —comparables, a la salida de la crisis global, a las registradas en la fase virtuosa precedente—, la que además soportaba un ritmo inflacionario ubicado por entonces sostenidamente por encima del 20% anual.

La administración de la política cambiaria, sin embargo, describía una tendencia insostenible. Durante el bienio 2010-2011, mientras los salarios y los precios aumentaban a un ritmo anual de 30% y 25%, respectivamente, el tipo de cambio nominal lo hacía muy por debajo, a un ritmo de entre 5 y 10%, como puede verse en el gráfico 11.

Gráfico 11. Tasa de variación interanual de salarios nominales, índice de precios al consumidor y tipo de cambio nominal oficial



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo de la República Argentina, BCRA, Indec y Ecolatina.

Si bien el nivel del tipo de cambio real no podía considerarse de desequilibrio, esta trayectoria era a todas luces insostenible porque propiciaba una tendencia a la apreciación real del orden del 20% anual.

El público creyó que la política cambiaria se adecuaría a la trayectoria nominal de precios y salarios luego de las elecciones y dolarizó su portafolio. Sin embargo, en noviembre de 2011, en lugar de modificar su estrategia cambiaria tras las elecciones, el gobierno optó por introducir los controles ya mencionados, para proteger las reservas internacionales del Banco Central y evitar una devaluación.

Con los controles emergieron mercados cambiarios alternativos en los que las divisas extranjeras cotizaban a precios superiores al oficial. La brecha entre la cotización oficial y el denominado «dólar blue» incentivó la demanda de dólares y debilitó la oferta en el mercado

oficial de cambios. El consecuente exceso de demanda en el mercado oficial redundó en que, a pesar de las restricciones a las transacciones en divisas, se produjera una continua caída del *stock* de reservas internacionales del Banco Central.

La ineficacia de los controles para detener la tendencia declinante de las reservas forzó más tarde al gobierno a acelerar la tasa de devaluación del peso. Sin embargo, esta se mantuvo siempre por debajo de la tasa de inflación de precios y salarios, por lo que continuó el proceso de apreciación real y el deterioro de las condiciones de competitividad internacional de las actividades transables.

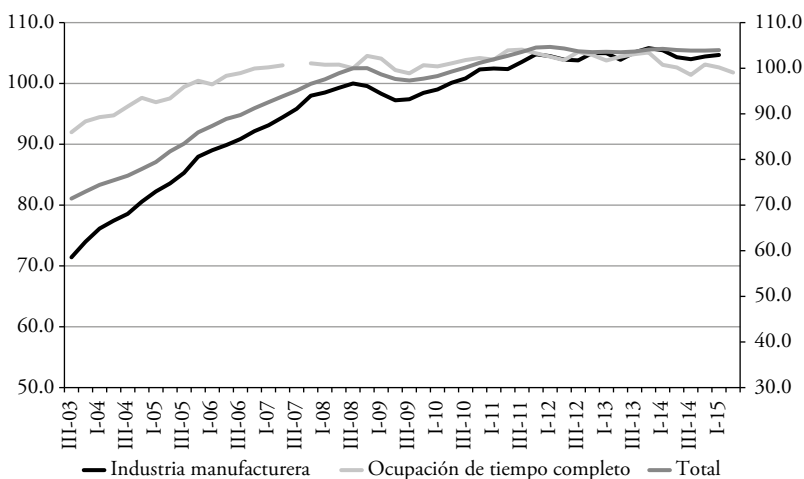
La sangría de las reservas internacionales del Banco Central pudo finalmente detenerse cuando, en enero de 2014, se combinó una escalada del tipo de cambio nominal discreto del orden del 30% con un alza de la tasa de interés de las Letras del Banco Central (Lebac), que pasó de 15% a casi el 30% anual en pocos días. Las reservas experimentaron entonces un repunte, aunque más que el efecto de la devaluación primó la obtención de algunas líneas de financiamiento entre las que se destaca un *swap* de monedas negociado con el Banco Central de la República Popular de China por un monto superior a los US\$ 11 mil millones. Frenada la caída de las reservas, se retomó la estrategia de emplear la política cambiaria como principal ancla nominal. Como resultado, el proceso de apreciación real reanudó su marcha y las condiciones de competitividad de las actividades productoras de bienes y servicios transables continuaron su deterioro.

El endurecimiento de los controles de las operaciones de cambio y a las importaciones impactó negativamente, por varios mecanismos, sobre el nivel de actividad y, en consecuencia, sobre la generación de empleo. La dificultad para conseguir financiamiento en dólares, por ejemplo, perjudicó las transacciones en el mercado inmobiliario y colateralmente afectó a la actividad y el empleo en el sector de la construcción. Los controles al comercio exterior, por su parte, limitaron la compra de insumos importados en algunas ramas de la industria y, consecuentemente,

restringieron su capacidad de producción. Generalmente la incertidumbre en relación con el levantamiento de los controles y con la evolución del tipo de cambio indujo a posponer decisiones de inversión.

Así, con algunas oscilaciones, el nivel de actividad se mantenía, a fines de 2015, muy semejante al de 2011, previo a la introducción de los controles cambiarios. El nivel de empleo total y el empleo a tiempo completo —al menos 35 horas semanales— había caído incluso por debajo de los niveles previos a la imposición de los referidos controles. Más aún, los aumentos en el empleo registrado a lo largo de dicho periodo se generaron mayormente en el sector público. Los gráficos 3, 12a, 12b y 12c muestran la evolución del producto y del empleo, respectivamente.

Gráfico 12a. Evolución del índice de ocupación en la industria manufacturera y de las tasas de empleo y de empleo a tiempo completo (2008.3 = 100)

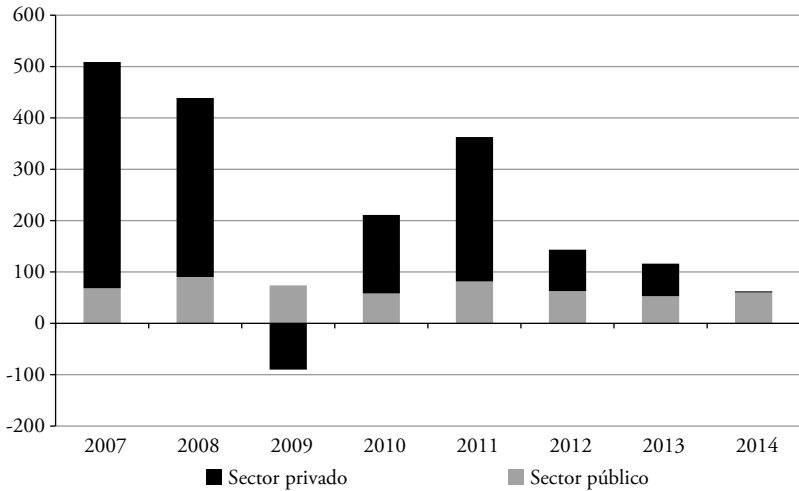


Notas:

- (1) Se supone que la tasa de subempleo demandante crece como la población a partir del segundo trimestre de 2014.
- (2) No se publicaron datos comparables de las tasas de empleo para el tercer trimestre de 2007.

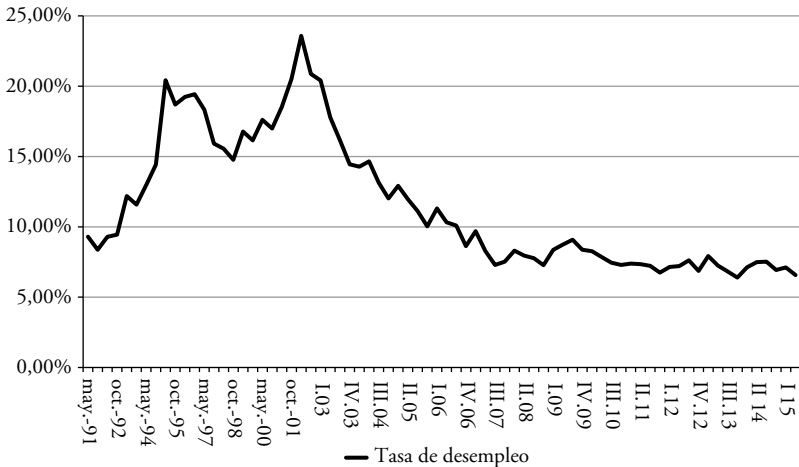
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec.

**Gráfico 12b. Creación de empleo
(miles de personas)**



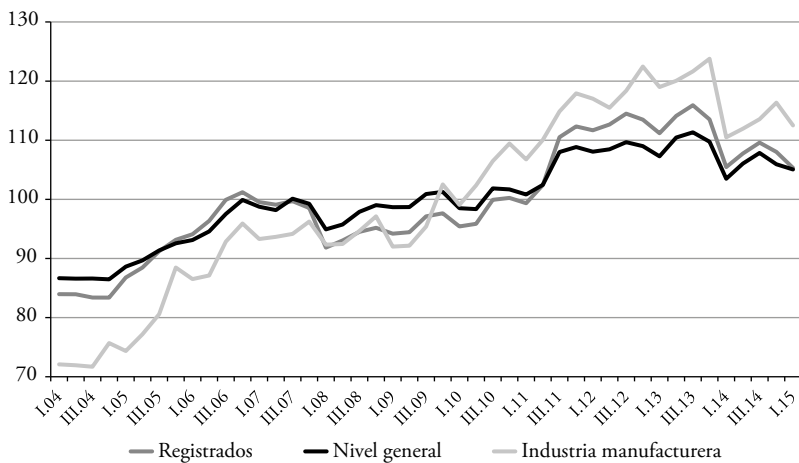
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía de la República Argentina.

Gráfico 12c. Tasa de desempleo abierto



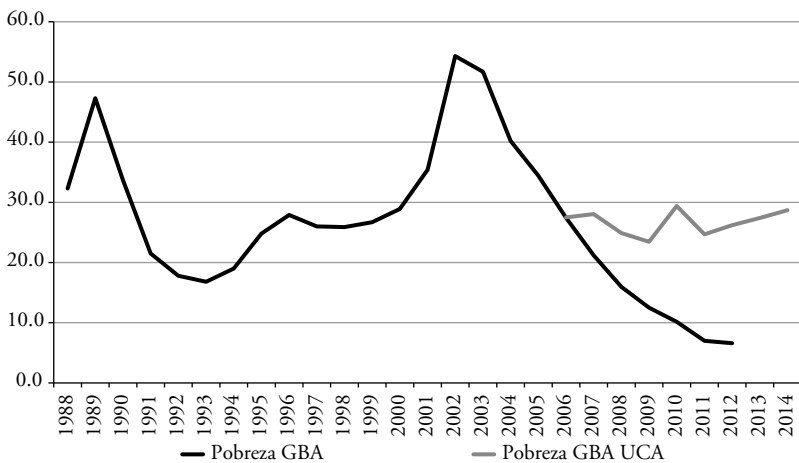
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Indec.

Gráfico 13. Evolución de los salarios reales medios (promedio 2004 Q1-2015 Q1 = 100)



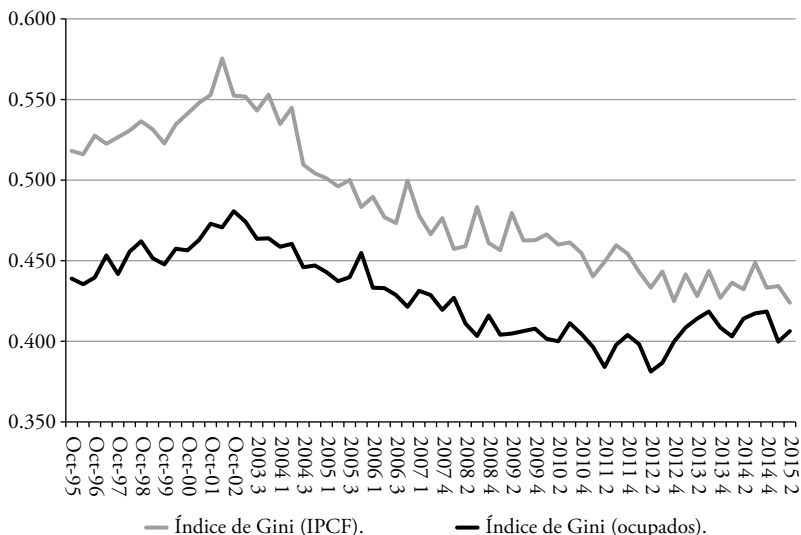
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec y Ecolatina.

Gráfico 14. Tasa de pobreza: dato oficial (Indec) y del Observatorio Social de la Universidad Católica Argentina



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec y de la Universidad Católica Argentina (UCA).

Gráfico 15. Distribución del ingreso: índice de Gini ocupados e ingreso per cápita familiar

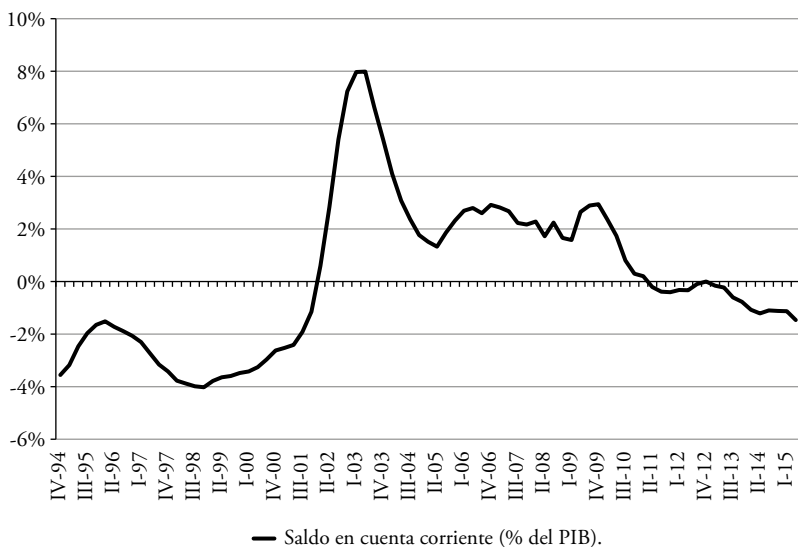


Fuente: Indec.

La principal estrategia para tratar de sostener los niveles de actividad y empleo en este contexto consistió en el uso a ultranza de una política fiscal expansiva. El gasto nominal creció en todo momento por encima de los ingresos nominales, lo cual llevó al resultado de sector público nacional de una situación próxima al equilibrio en 2011 a un déficit financiero de más de 6% del PIB en 2015, y de un superávit primario del orden del 1,5% del PIB a un déficit no menor al 3,5% del PIB (gráfico 6a). Los subsidios al consumo privado de energía y transporte explican gran parte de dicho rojo fiscal; estos equivalían en 2015 a poco menos de 5% del PIB y beneficiaban en mayor proporción a los deciles de mayores ingresos.

Al mismo tiempo, la expansión del gasto público en un contexto de retracción de la competitividad de la producción doméstica dio lugar a un deterioro de las cuentas externas. El saldo comercial pasó de un superávit de 2% del PIB en 2011 a un virtual equilibrio en 2015 y la cuenta corriente del balance de pagos pasó de una posición de equilibrio a un déficit de 2% del PIB. Cabe remarcar que eso sucedió a pesar de las restricciones a las importaciones. Por lógica, sin ellas, los déficits comercial y de cuenta corriente habrían alcanzado niveles superiores.

Gráfico 16. Balance de cuenta corriente
(como % del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Indec.

A estos desarrollos de índole interna se sumaron, a partir de la segunda mitad de 2014, cambios desfavorables en el contexto internacional. Brasil inició una fase de intensa contracción de la actividad, que derivó

en una fuerte depreciación del real. Se registró una acentuada declinación del PIB en 2015 y la retracción continuó en 2016. China, por su parte, ingresó en un proceso de desaceleración de su crecimiento desde 2014, tendencia que se acentuó en los años siguientes. La desaceleración de la economía china contribuyó al debilitamiento de la demanda mundial y de los precios internacionales de alimentos y *commodities* como la soja, que es el principal producto de exportación de la Argentina en la actualidad.

En suma, el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner concluyó —y la nueva administración inició su gobierno— con un cuadro signado por un dinamismo casi nulo —la actividad y el empleo virtualmente estancados desde fines de 2011, más allá del leve repunte del consumo en los trimestres previos a la elección presidencial de 2015—, inflación en las proximidades del 25% anual, déficit de cuenta corriente del orden del 2% del PIB pero reprimido, déficit fiscal en torno o por encima del 6% del PIB, precios relativos desalineados —tipo de cambio real muy atrasado, y tarifas de transporte y energía significativamente bajas—, múltiples tipos de cambio flotantes producto de los controles cambiarios —*blue*, «contado con liquidación»—, un *default* selectivo de la deuda pública externa y un contexto externo menos favorable que durante la última década. La posibilidad de recuperar la senda de crecimiento depende de la capacidad de la nueva administración de corregir esa compleja conjunción de marcados desequilibrios macroeconómicos.

Una presidencia «dominante» que pierde recursos políticos

Si bien la economía siguió un curso desfavorable, en especial en el segundo mandato de Cristina Fernández, sus dos presidencias estuvieron también jalonadas, como ya se indicó, por diversas «decisiones fuertes» que concitaron, en distintos grados, apoyo popular y produjeron vaivenes en sus márgenes de aprobación y popularidad.

Cabe mencionar, por ejemplo, la estatización del sistema de fondos de pensión (2008), la implantación por decreto de la Asignación Universal por Hijo (2008), la estatización de Aerolíneas Argentinas y de 51% del paquete accionario de Yacimientos Petrolíferos Fiscales.

Al escenario económico de fondo que se ha descrito, cada vez menos favorable, se agregaron —a lo largo de las gestiones de Cristina Fernández de Kirchner— algunas cuestiones social y políticamente controvertidas que generaron movilizaciones ciudadanas contrarias a ciertas acciones o pretensiones gubernamentales. Ya se mencionó el importante conflicto con el agro. Se sumaron luego las consecuencias de intentos del oficialismo de reformar aspectos del Poder Judicial, apuntando a incrementar el control de la justicia por parte del Poder Ejecutivo. También debe mencionarse la conflictiva cuestión relativa a la segunda reelección de la presidenta, que hubiese requerido una reforma constitucional. El espacio político para tales reforma y reelección se redujo hasta casi desaparecer con la derrota oficialista en las elecciones de renovación parcial de las cámaras legislativas, en 2013, y en especial con la victoria del candidato opositor Sergio Massa en la crucial provincia de Buenos Aires. Ex jefe de gabinete de Néstor Kirchner y perteneciente también al peronismo —proveniente de la liberal UCD—, Massa, encabezó una reacción contra la idea de la reelección y obtuvo entonces un considerable respaldo electoral.

Pese al resultado de esos comicios, la victoria opositora no atenuó la fragmentación de ese espacio político, sino reiteró lo que se había observado también luego de la elección de medio periodo de 2009 así como en las presidenciales de 2011. El voto opositor se comportó de manera muy volátil, siendo captado en mayor medida por ciertos dirigentes en un momento y por otros más adelante, lo cual reflejó una suerte de voto estratégico contrario al gobierno, más que preferencias ideológicas, por ejemplo.

La exacerbación progresiva de ciertos rasgos autoritarios del kirchnerismo y el pobre desempeño económico durante la segunda administración cristinista abrirían luego la posibilidad de una derrota oficialista en las presidenciales de 2015, aunque *ex ante* esta pareciera poco probable dada la referida fragmentación de la oposición y la relativa debilidad de los acuerdos alcanzados a lo largo del tiempo entre sus distintos componentes.

También jugaba a favor del oficialismo el hecho de que la gestión económica, pese a todos sus puntos débiles, no desembocara en una crisis abierta, lo que contribuyó a mantener una imagen pública de Cristina Fernández, y de su gestión, relativamente favorable hasta el final. Indicadores como la tasa de desempleo abierto y el índice de Gini, por ejemplo, muestran una estabilización en el periodo final de esa administración, pero no un deterioro abrupto como el experimentado en situaciones críticas del pasado.

Puede decirse que, más que resultado de la consolidación preelectoral de un liderazgo opositor capaz de vencer en la contienda, la victoria de Mauricio Macri resultó de su primacía, no muy acentuada, entre los principales candidatos de ese espacio, y del rechazo creciente de sectores importantes de la población al oficialismo de entonces.

De hecho, Mauricio Macri fue derrotado en la primera vuelta electoral por el candidato oficialista, aunque por escaso margen. Pero, como candidato opositor más votado, logró atraer en la segunda vuelta la mayor parte de los votos de los restantes sectores opositores, con lo cual venció finalmente en los comicios. Con todo, la nueva fuerza en el gobierno nació estructuralmente débil, con menguados recursos políticos en el parlamento fundamentalmente. Una presidencia relativamente «débil» dada la escasez de recursos políticos, aunque también con un importante apoyo ciudadano inicial.

BIBLIOGRAFÍA

- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2010). The argentinian debt: history, default and restructuring. En Herman Barry, José Antonio Ocampo y Shari Spiegel (eds.), *Overcoming developing country debt crises* (pp. 179-230). Oxford: Oxford University Press.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2014). The new millennium argentine saga: from crisis to success and from success to failure. En Dimitri Papadimitriou (ed.), *Contributions to economic theory, policy, development and finance. Essays in honor of Jan Kregel* (pp. 245-272). Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2015). Macroeconomic policy in Argentina during 2002-2013. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 369-400.
- Dornbusch, Rudiger & Sebastian Edwards (1991). *The macroeconomics of populism in Latin America*. Chicago: University of Chicago Press.
- Frenkel, Roberto (2007). The sustainability of monetary: sterilization policies. *Cepal Review*, 93, 29-36.
- Frenkel, Roberto (2008). The competitive real exchange-rate regime, inflation and monetary policy. *Cepal Review*, 96, 191-201.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2006). *Argentina's monetary and exchange rate policies after the convertibility regime collapse*. Artículo académico preparado para The Center for Economic and Policy Research, abril 2007. Washington D.C.: Center for economic and policy research. <http://cepr.net/publications/reports/argentinas-monetary-and-exchange-rate-policies-after-the-convertibility-regime-collapse>
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2008). Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 215-226.
- Gervasoni, Carlos (2015). Libertades y derechos políticos, 2003-2014: el kirchnerismo evaluado desde siete modelos de democracia. En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (pp. 19-60). Buenos Aires: Debate.
- Guadagni, Alieto (2012). *Presente y futuro del gas en la Argentina*. Buenos Aires: Econométrica S.A.

- Ollier, María (2015). El ciclo de las presidencias dominantes: Néstor y Cristina Kirchner (2003-2013). En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (pp. 61-87). Buenos Aires: Debate.
- Rapetti, Martín (2013). Macroeconomic policy coordination in a competitive real exchange rate strategy for development. *Journal of Globalization and Development*, 3(2), 1-31.
- Rapetti, Martín, Arslan Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic growth: are developing countries different? *International Review of Applied Economics*, 26(6), 735-753.
- Rapetti, Martín, Arslan Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(2), 151-169.
- Rodrik, Dani (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Russell, Roberto & Juan Tokatlian (2015). La política exterior del kirchnerismo. En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (s.p.). Buenos Aires: Debate.

LA INFLACIÓN EN ARGENTINA EN LOS AÑOS 2000

Roberto Frenkel y Diego Friedheim¹

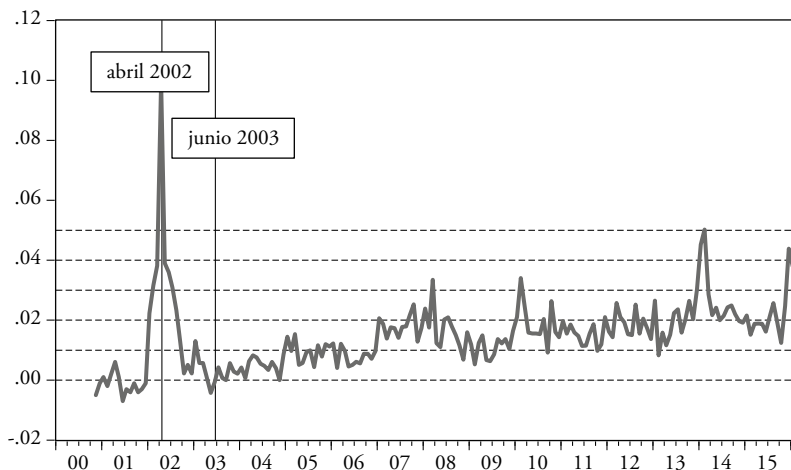
INTRODUCCIÓN

El llamado «régimen de convertibilidad» mantuvo el tipo de cambio fijo por ley (peso/US\$ 1.00) entre abril de 1991 y diciembre de 2001. En el año 2001 la tasa de inflación (IPC) fue -1,5%. En enero de 2002, en un contexto de recesión profunda, el nivel de precios comenzó a subir impulsado por la fuerte tendencia devaluatoria del tipo de cambio. El tipo de cambio nominal (TCN) medio mensual alcanzó un máximo en agosto de 2002 (peso/US\$ 3,67) y cayó en forma prácticamente continua hasta mediados de 2003, cuando fue estabilizado por las intervenciones compradoras del Banco Central en alrededor de peso/US\$ 2,95.

Entre diciembre de 2001 y mediados de 2003 la tasa mensual de inflación siguió una trayectoria de U invertida completa. La tasa mensual alcanzó un máximo en abril de 2002 (10,4% mensual) y siguió una trayectoria descendente hasta mediados de 2003. En simultáneo con la estabilización del TCN la tasa de inflación se hizo nula en abril de 2003 y negativa en mayo y junio de ese año. El nivel de precios comenzó a elevarse nuevamente en julio de 2003.

¹ Los autores agradecen el apoyo de la Fundación Ford y la colaboración de Gabriel Palazzo, Lorenzo Sigaut Gravina, Constanza Abuin y Pablo Carreras Mayer.

Gráfico 1. Tasas mensuales de inflación



Fuente: elaboración propia con datos de Indec y Ecolatina.

Entre diciembre de 2001 y junio de 2003 el IPC se incrementó 44% mientras el TCN aumentó 195%. El *pass-through* fue el menor en la historia de las maxidevaluaciones en Argentina (Frenkel, 2003). La inflación en este periodo fue resultado del abrupto cambio de precios relativos inducido por la devaluación. Una vez que el TCN fue estabilizado el ajuste de corto plazo de los precios relativos se completó y la tasa de inflación se hizo nula o ligeramente negativa por unos meses.

El trabajo presenta un análisis econométrico que se enfoca especialmente en el periodo que se inicia en junio de 2003. Este enfoque se justifica porque el régimen inflacionario que enmarcó el resurgimiento y la aceleración de la inflación desde julio de 2003 es diferente del que estuvo vigente durante la convertibilidad y la fase de ajuste del tipo de cambio. En términos econométricos, hubo un cambio de estructura a mediados de 2003.

El trabajo se presenta en cinco segmentos y dos anexos. En el primero se presentan la información y el modelo utilizados. En el segundo

se presenta el análisis econométrico del proceso inflacionario, que se inicia a mediados de 2003, y se obtiene la ecuación principal. En la tercera parte se utiliza la ecuación principal para proyectar las tasas mensuales de inflación en el periodo de noviembre de 2015 a marzo de 2016 y se comparan las proyecciones con las tasas observadas. En el cuarto segmento se utiliza el modelo identificado para analizar la evolución del proceso inflacionario mediante la presentación y comentario del comportamiento de las variables explicativas. En la quinta sección se completa el análisis econométrico del periodo 2003-2015 con la demostración del cambio de estructura a mediados de 2003, el examen de la evolución del *mark-up* entre enero de 2002 y mediados de 2003, y el impacto sobre la inflación del control de cambios y el tipo de cambio paralelo entre comienzos de 2014 y diciembre de 2015. En el Anexo 1 se expone la derivación formal del modelo que utilizamos. En el Anexo 2 se muestra la composición de los agregados de precios en que subdividimos el IPC.

LA INFORMACIÓN Y EL MODELO UTILIZADOS

La información

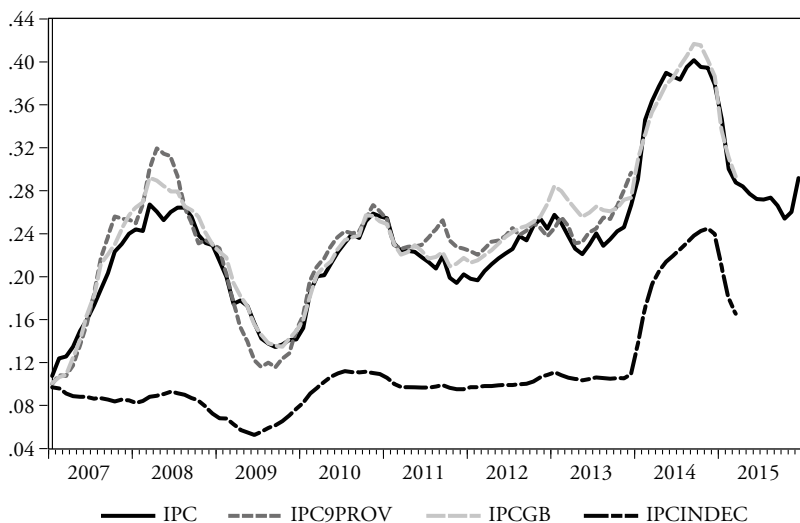
Como las mediciones del Indec no son confiables desde enero de 2007², la información proveniente del organismo es utilizada solamente hasta diciembre de 2006. Desde enero de 2007 utilizamos los datos mensuales de una réplica del IPC, calculados por la firma consultora Ecolatina con base en muestras de información recogidas por la firma. Una ventaja del trabajo estadístico de Ecolatina es que no solamente proporciona mediciones mensuales del índice agregado sino también de los distintos ítems que componen la canasta de consumo, hasta una desagregación de tres dígitos —por ejemplo, carnes, frutas,

² Desde enero de 2007 las cifras publicadas por el Indec fueron falsificadas para informar tasas de inflación mucho menores que las efectivamente experimentadas por la economía.

aceites y grasas, ropa exterior, electricidad, educación formal, etcétera—. La disponibilidad de esta información nos permite desagregar en componentes las tasas de inflación mensuales y formular y estimar el modelo neoestructuralista que presentamos.

Desde que se comenzó a manipular la información del Indec—desde enero de 2007— otras instituciones del sector privado, además de Ecolatina, comenzaron a recoger información de precios y publicar estimaciones de las tasas de inflación mensuales. El siguiente gráfico muestra las tasas anuales de inflación del Indec y las tasas anuales resultantes de las estimaciones mensuales de Ecolatina (IPC), de otra institución privada (IPCGB) y de las que se obtienen al promediar índices de inflación provinciales elaborados por varias oficinas de estadísticas de las provincias (IPC9PROV). Es inmediato ver que las tasas anuales de inflación calculadas por los índices no oficiales son muy semejantes.

Gráfico 2. Tasas mensuales de inflación
(mediciones alternativas)



Fuente: Indec, Ecolatina, IPCGB de un privado e institutos de estadísticas de nueve provincias.

En el cuadro siguiente se muestra la matriz de correlaciones de estas series, que corrobora lo que muestra el gráfico 2.

Tabla 1. Correlaciones entras las tasas mensuales de inflación

Análisis de covarianza: ordinario

Muestra (ajustada): 2007M01 2013M12

Observaciones incluidas: 84 después de ajustes

Muestra equilibrada (eliminación de períodos con valor faltante)

Covarianza

Correlación	@PCHY(IPC)	@PCHY(IPC9PROV)	@PCHY(IPCGB)	@PCHY(IPCINDEC)
@PCHY(IPC)	0,002 1,000			
@PCHY(IPC9PROV)	0,002 0,948	0,003 1,000		
@PCHY(IPCGB)	0,002 0,974	0,002 0,951	0,002 1,000	
@PCHY(IPCINDEC)	0,000 0,557	0,000 0,571	0,000 0,524	0,000 1,000

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, IPCGB de un privado e institutos de estadísticas de nueve provincias.

Características del modelo

El modelo teórico que utilizamos desagrega el IPC en distintos componentes según los mecanismos de formación de sus precios. La desagregación básica separa tres componentes, cuyos precios denominamos PFLEX, PFIJ y PREGUL, que representan respectivamente los precios flexibles, los precios fijados por los oferentes y los precios regulados por el gobierno³.

³ La desagregación entre *fix prices* y *flex prices* sigue la tradición de Kalecki (1954), Hicks (1974) y Okun (1981).

Los precios regulados incluidos en PREGUL representaron 20,10% de la canasta del IPC y son naturalmente exógenos⁴.

Los precios flexibles son aquellos que se determinan en mercados competitivos en los que la oferta está fija en el corto plazo: típicamente alimentos frescos como frutas, verduras y carnes. La oferta de estos bienes está sujeta a la volatilidad de las condiciones climáticas y sus precios son sensibles a fluctuaciones de la oferta y demanda en el corto plazo. En realidad, los precios flexibles no se encuentran en su forma pura en las componentes del IPC porque los precios minoristas que capta el índice incorporan los costos de acopio, transporte y mercadeo y los márgenes de utilidad de la cadena de intermediación que va de los productores primarios a los comercios minoristas. Consecuentemente, los precios flexibles deberían, idealmente, entrar en el modelo como precios de bienes primarios, insumos principales de algunos de los componentes del IPC. Podemos hacer esto con el precio minorista de las carnes frescas —7,4% de la canasta del IPC—, que incluimos entre los bienes de PFI, mientras que el precio mayorista de la carne vacuna en el Mercado de Liniers entra como precio del insumo principal —o determinante principal del precio de las carnes frescas— en la ecuación de PFI. A diferencia de las carnes frescas, en el caso de frutas y verduras no es posible identificar un conjunto pequeño de precios de bienes primarios determinantes principales del precio final. Consecuentemente, consideramos exógeno y denominamos PFLEX al precio del componente frutas y verduras del IPC —3,6% de la canasta—.

Los precios incluidos en PFI son decididos por los oferentes. Las decisiones de precio pueden cambiar más o menos frecuentemente, pero se mantienen constantes por algún tiempo. La oferta de estos bienes y servicios se ajusta a la demanda en el corto plazo porque su producción puede variar y porque hay existencias a lo largo de la cadena de comercialización. Hipotetizamos que estos precios

⁴ Los precios componentes de PFLEX, PFI y PREGUL se listan en el Anexo 2.

se determinan por el costo variable medio de producción más un margen (*mark-up*) que cubre otros costos y utilidades. En condiciones normales el coeficiente de *mark-up* sobre el costo variable medio es constante. Los precios minoristas de estos bienes incorporan los costos y utilidades de las actividades de transporte y comercialización.

Variables consideradas en el modelo

Como trabajamos con tasas mensuales y disponemos de índices de los niveles de los precios el primer paso de las estimaciones econométricas es la descomposición *loglineal* del índice en sus tres componentes con precio PFLEX (3,6% de la canasta), PFIJ (76,3% de la canasta) y PREGUL (20,10% de la canasta). La ecuación del precio P de la canasta de consumo (IPC) que utilizamos tiene la forma:

$$p = a_1 pflex + a_2 pfix + a_3 pregul \quad (1)$$

donde las minúsculas representan tasas mensuales de crecimiento y a_1 , a_2 y a_3 son parámetros a determinar. En cada mes la elasticidad IPC-componente depende del precio relativo del componente. Las estimaciones de los parámetros por MCO sobre la serie completa corresponden aproximadamente a los precios relativos medios del periodo.

La ecuación del precio PFIJ tiene la forma:

$$pfix = c p_{t-1} + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_n x_n + b_w (w - q) + k \quad (2)$$

donde p_{t-1} es la tasa de inflación (IPC) del mes precedente y el coeficiente c estima la inercia en la determinación de PFIJ, que resulta de aumentos de salarios y ajustes de otros precios y contratos en función de la inflación pasada⁵. Por otro lado, $x_1, x_2 \dots x_n$ son las tasas mensuales

⁵ En el periodo rigió una indexación anual informal de salarios y otros contratos y decisiones de precio atadas (desde 2007) a la información provista por índices alternativos al IPC del Indec, por ejemplo, el IPC-9 Provincias y también índices calculados por entidades privadas.

de los precios de los insumos —en el agregado de la economía bienes primarios e insumos importados—, w es la tasa mensual del salario nominal, q es la tasa de variación de la productividad del trabajo —de modo que $w - q$ es la tasa del costo salario unitario—, k es la tasa de variación del coeficiente de *mark-up*. Las hipótesis en condiciones normales⁶ son:

$$c + \sum b_i = 1 \text{ y } k = 0$$

En un trabajo anterior sobre la inflación en Argentina⁷ hemos estimado el modelo de precio formado por las ecuaciones (1) y (2) en el periodo de alta inflación 1977-1988. En ese trabajo se presenta una estimación econométrica de la ecuación (2) de PFIK mientras que PFLEX —compuesto en ese trabajo de carnes, frutas y verduras frescas— es considerado exógeno. Como en el presente estudio, PREGUL es exógeno en el trabajo citado.

En el presente trabajo se sigue un procedimiento análogo, pero algo diferente del utilizado en el trabajo citado. Análogamente, se estima la ecuación (2) de PFIK mientras que se consideran exógenos PREGUL y PFLEX. La diferencia reside en que la definición de PFLEX del presente trabajo incluye solamente frutas y verduras frescas —3,6% de la canasta del IPC—, mientras que el ítem carnes frescas —7,4% de la canasta del IPC— se incluye en PFIK. Por otro lado, el precio del ganado vacuno en el Mercado de Liniers se incorpora como variable explicativa en la ecuación (2). Este procedimiento está motivado por el importante rol de los *flex-prices* no comerciables en el proceso inflacionario estudiado, particularmente por el precio de la carne vacuna.

⁶ La discusión de las condiciones normales se encuentra en Frenkel (1989). La derivación formal del modelo se presenta en el Anexo 1.

⁷ Frenkel (1989). En Frenkel (1983) aplicamos una metodología econométrica semejante al estudio de la dinámica de los precios industriales.

Efectivamente, los excesos de demanda juegan un rol crucial en la determinación de los precios de las carnes, frutas y verduras frescas. Estos efectos son difíciles de captar en los precios minoristas de estos bienes, por el gran peso de los márgenes que se adicionan entre el precio del bien primario y el precio minorista —variables en función de otros precios, como salarios, costos de transporte, energía, etcétera—.

En cambio, incluir las carnes frescas en PFIIX permite enfocar el análisis de los excesos de demanda en el precio del ganado en Liniers, donde resultan mucho más visibles.

En el caso de las frutas y verduras frescas no conseguimos identificar un número pequeño de bienes primarios, con información disponible, al que pudiéramos hacer jugar en nuestras estimaciones un rol similar al del precio del ganado vacuno en el caso de las carnes frescas.

Las variables X_i , componentes del «costo» de PFIIX son:

PCARLIN: precio del ganado vacuno en el Mercado de Liniers (pesos).

PSOJA: precio internacional de la soja (mercado de Chicago, US\$).

PMINT: precio por tonelada de bienes intermedios importados (Indec, US\$).

TCN: tipo de cambio nominal (pesos/US\$).

WREGMT: salario medio de los trabajadores registrados en la Seguridad Social (Ministerio de Trabajo).

PRODPIB2: producto por trabajador ocupado (Orlando J. Ferreres, producto e Indec, población ocupada).

EL PROCESO INFLACIONARIO DESDE MEDIADOS DE 2003

Presentamos en primer lugar la ecuación principal del trabajo, correspondiente al periodo que se inicia en 2003M06. El periodo de estimación se extiende hasta 2014M01⁸.

La descomposición del IPC en sus componentes arroja:

Tabla 2. Descomposición del IPC

Variable dependiente: DLOG(IPC)

Método: mínimos cuadrados

Muestra: 2003M06 2014M01

Observaciones incluidas: 128

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(PFLEX)	0,059156	0,001176	50,29923	0,0000
DLOG(PFIX)	0,817979	0,009043	90,45804	0,0000
DLOG(PREGUL)	0,127861	0,005169	24,73739	0,0000
C	-0,000129	0,000136	-0,951072	0,3434
R cuadrado	0,991339	Media de la variable dependiente		0,013679
R cuadrado ajustado	0,991129	Desviación estándar de la variable dependiente		0,007639
Error estándar de regresión	0,000719			
Suma de los cuadrados de los residuos	6,42E-05			

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec y Ecolatina.

⁸ El control de cambios («cepo cambiario») fue introducido a fin de 2011 y fue haciéndose crecientemente restrictivo con el paso del tiempo. Más adelante mostramos econométricamente que el tipo de cambio paralelo tuvo efectos sensibles sobre el proceso inflacionario desde comienzos de 2014. Por esta razón el periodo de estimación de la ecuación principal se extiende hasta enero de 2014.

La elasticidad de PFLEX resulta 0,059 —mientras que el peso en la ponderación de la canasta del IPC es 3,6%—. La diferencia deriva del alto precio relativo de frutas y verduras en el periodo. También es más alta la elasticidad de PFIJ (0,82) que su peso en la canasta del IPC (76,3%) por la misma razón. El «atraso» de los precios que componen PREGUL determina una elasticidad en el periodo de 0,13 mientras su peso en la canasta es de 20,1%.

La estimación de la ecuación de PFIJ resulta:

Tabla 3. Descomposición de los precios FIJ

Variable dependiente: DLOG(PFIJ)

Método: mínimos cuadrados

Muestra: 2003M06 2014M01

Observaciones incluidas: 122

Errores estándar y covarianzas corregidos (HAC) de heterocedasticidad y colinealidad

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(IPC(-1))	0,593159	0,085997	6,897411	0,0000
DLOG(PCARLIN)	0,017169	0,007207	2,382343	0,0189
DLOG(PSOJA)	0,015973	0,006696	2,385440	0,0187
DLOG(PMINT)	0,104827	0,016708	6,273988	0,0000
DLOG(TCN)	0,116154	0,021737	5,343608	0,0000
DLOG(WREGMT)	0,164556	0,036385	4,522667	0,0000
DLOG(PRODPIB)	-0,066141	0,033027	-2,002615	0,0476
C	0,001474	0,001093	1,349122	0,1800
R cuadrado	0,684002	Media de la variable dependiente		0,013653
R cuadrado ajustado	0,664598	Desviación estándar de la variable dependiente		0,007708
Error estándar de regresión	0,004464			
Suma de los cuadrados de los residuos	0,002271			

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec y Ecolatina.

El R^2 ajustado es 0,66 y los coeficientes de todas las variables son altamente significativos. No se rechazan las hipótesis del modelo: la constante es indistinguible de cero y un test de Wald sobre la suma de los coeficientes (0,95) no rechaza la hipótesis de que estos suman 1.

Tabla 4. Test de Wald

Ecuación: Tabla 2

Prueba estadística	Valor	df	Probabilidad
Estadístico t	-0,682022	114	0,4966
Estadístico f	0,465155	(1, 114)	0,4966
Chi cuadrado	0,465155	1	0,4952

Hipótesis nulas: $C(1)+C(2)+C(3)+C(4)+C(5)+C(6)+C(7)=1$

Resumen de hipótesis nulas:

Restricción normalizada (= 0)	Valor	Error estándar
$-1 + C(1) + C(2) + C(3) + C(4) + C(5) + C(6) + C(7)$	-0,054302	0,079620

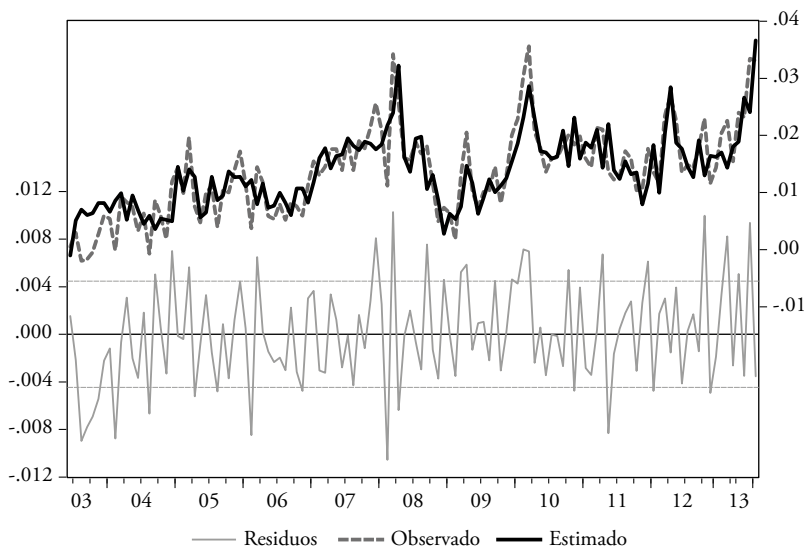
Las restricciones en los coeficientes son lineales.

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec y Ecolatina.

La tasa del mes precedente explica 60% de la tasa de inflación mensual. En el 40% de ponderación restante los salarios, el tipo de cambio y el precio de los insumos intermedios importados son, en ese orden, las variables explicativas de mayor peso. El precio del ganado en Liniers y el precio internacional de la soja tienen elasticidades pequeñas, pero altamente significativas.

El cuadro siguiente muestra las tasas mensuales observadas y estimadas y los residuos:

Gráfico 3. Tasas mensuales de inflación observadas, estimadas y diferencia entre ambas



Fuente: estimación propia basada en datos de Indec y Ecolatina.

El gráfico muestra la capacidad del modelo de reproducir las oscilaciones largas en la tasa de inflación. Por ejemplo, la desaceleración y posterior aceleración observada entre 2008 y 2010, y la aceleración de 2013. En el primer caso la tasa mensual de inflación alcanza un mínimo a comienzos de 2009. El folclor local asocia esa desaceleración a la recesión experimentada en 2009. Sin embargo, el modelo describe bien las variaciones de la tasa de inflación sin incluir el nivel de actividad como variable explicativa. Más aún, la tasa de la productividad DLOG (PRODPIB) está altamente correlacionada con la tasa del nivel de actividad y entra significativamente en la ecuación con signo negativo, en concordancia con la hipótesis de nuestro modelo.

UN EJERCICIO DE PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN ENTRE NOVIEMBRE DE 2015 Y MARZO DE 2016

Una manera de juzgar la capacidad explicativa del modelo es proyectar las tasas mensuales de inflación fuera del periodo de estimación y comparar los resultados con las tasas observadas. Esto es lo que hacemos en este punto. En el momento que se hizo la proyección contamos con datos fidedignos hasta marzo de 2016, salvo para la tasa de PRODPIB de los meses del año 2016, en cuyo reemplazo utilizamos la tasa del nivel de actividad. Presentamos las tasas de inflación proyectadas por el modelo y las tasas observadas en los meses noviembre y diciembre de 2015 y enero a marzo de 2016. Utilizamos para eso el modelo principal de las tablas 1 y 2, dado que el control de cambios se eliminó en diciembre.

Los resultados pueden verse en la tabla 5:

Tabla 5. Tasas mensuales de inflación observadas y proyectadas

	PFIX observado	PFIX proyectado	PFIX observado	PFIX proyectado
	<i>Tasa</i>	<i>Tasa</i>	<i>Nivel</i>	<i>Nivel</i>
Oct-15	-	-	100	100
Nov-15	3,10%	1,43%	103,1	101,4
Dic-15	5,06%	4,33%	108,3	105,8
Ene-16	3,92%	5,19%	112,6	111,3
Feb-16	2,47%	3,39%	115,3	115,1
Mar-16	3,00%	3,47%	118,8	119,1
	IPC observado	IPC proyectado	IPC observado	IPC proyectado
	<i>Tasa</i>	<i>Tasa</i>	<i>Nivel</i>	<i>Nivel</i>
Oct-15	-	-	100	100
Nov-15	2,53%	1,19%	102,5	101,2
Dic-15	4,51%	3,88%	107,2	105,1
Ene-16	3,65%	4,82%	111,1	110,2
Feb-16	4,15%	5,00%	115,7	115,7
Mar-16	3,55%	3,79%	119,8	120,1

Fuente: estimación propia basada en datos de Ecolatina.

La parte superior del cuadro muestra las observaciones y proyecciones de PFIX. El modelo subestima las tasas de noviembre y diciembre de 2015. Puede explicarse porque hubo aumentos de precios que anticiparon la devaluación de diciembre y que, obviamente, no pueden ser captados por la proyección. Sin embargo, las expectativas de la tasa de aumento del tipo de cambio resultaron bastante precisas, porque se esperaba que el precio oficial del dólar tomara el valor del precio del dólar paralelo y esto fue lo que ocurrió aproximadamente. No hubo *overshooting* sino anticipación de las decisiones de precio. La subestimación de PFIX de noviembre y diciembre se corrige en enero y febrero, cuando la proyección sobreestima la tasa de PFIX. Esto puede verse en las columnas de la derecha del cuadro, que muestran los niveles de PFIX observados y proyectados. En el periodo de proyección completo, entre octubre de 2015 y marzo de 2016 el PFIX observado acumuló un incremento de 18,8% y mientras el PFIX proyectado con el modelo acumula 19,1%: una diferencia de 0,3 puntos porcentuales.

La parte inferior de la tabla 5 muestra los resultados del ejercicio de proyección del IPC. La proyección de las tasas del IPC utiliza las proyecciones de la tasa de PFIX y las tasas exógenas de los precios de frutas y verduras y precios regulados —ponderadas por las elasticidades estimadas en la ecuación de la tabla 1—. La inflación observada del IPC entre octubre de 2015 y marzo de 2016 es 19,8% mientras la proyectada es 20,1%.

LOS FACTORES DE LA INFLACIÓN EN LOS AÑOS 2003-2015

A continuación, analizamos el proceso inflacionario describiendo y comentando el comportamiento de las variables que identificamos como principales determinantes de las tasas del IPC. En primer lugar, examinamos los salarios y el mercado de trabajo.

Los salarios

De acuerdo con nuestro modelo, la tasa mensual de inflación es sensible a los excesos de demanda agregada a través de las tasas de los precios de las frutas y verduras y el precio del ganado en el Mercado de Liniers, que son indudablemente sensibles a dichos excesos. Según el modelo convencional de la curva de Philips la tasa del salario medio también debería mostrar una elasticidad significativa respecto a las variaciones de la tasa de desempleo, el nivel de actividad o la brecha del producto. Pero esta relación es indetectable en el proceso inflacionario que se inicia a mediados de 2003. Las tasas de los salarios en este periodo fueron determinadas por la política salarial resultante de la acción del gobierno y los sindicatos y por esta razón son consideradas exógenas en nuestro modelo.

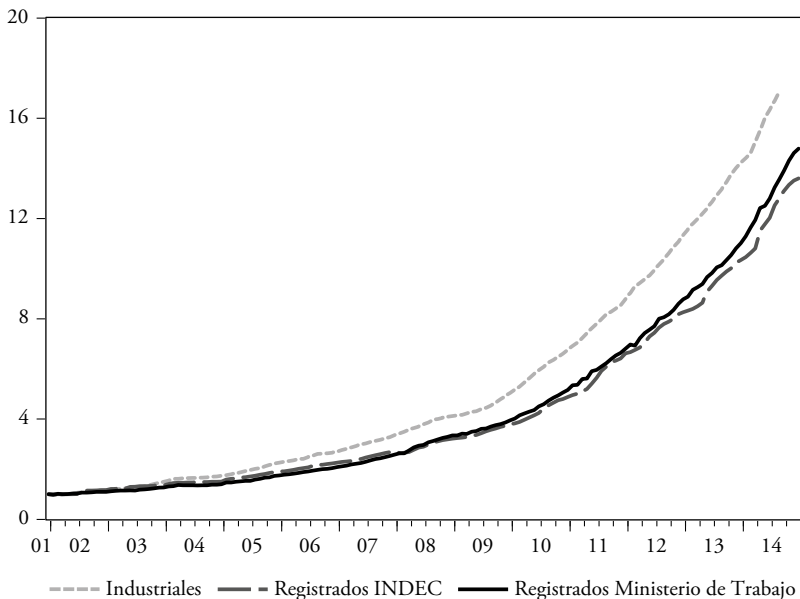
Obsérvese que la ecuación de la tabla 2 muestra que, dadas las tasas de los precios de las frutas y verduras, el precio del ganado en el Mercado de Liniers y la tasa de los salarios medios de los trabajadores registrados, la tasa de variación de la productividad entra en nuestro modelo con signo negativo: el aumento de productividad reduce el costo laboral unitario y consecuentemente, la tasa de inflación, *ceteris paribus*. La varianza de la tasa de la productividad está principalmente explicada por la varianza del nivel de actividad, de modo que puede decirse que dadas las tasas de los precios flex y los salarios, la variación del nivel de actividad juega sobre la inflación con signo inverso.

El gráfico 4 muestra tres series de salarios provenientes de diferentes fuentes.

Los salarios medios de los trabajadores registrados en el sistema de seguridad social —aproximadamente dos tercios de la fuerza de trabajo— crecieron por debajo de los salarios industriales. Utilizamos los datos de salarios de los trabajadores registrados según la información publicada por el Ministerio de Trabajo —proviene del SIPA, el Sistema Integrado Previsional Argentino— por la amplitud de su cobertura,

porque son más confiables que la información del Indec y porque representan mejor la evolución del costo laboral de las empresas formadoras de precio.

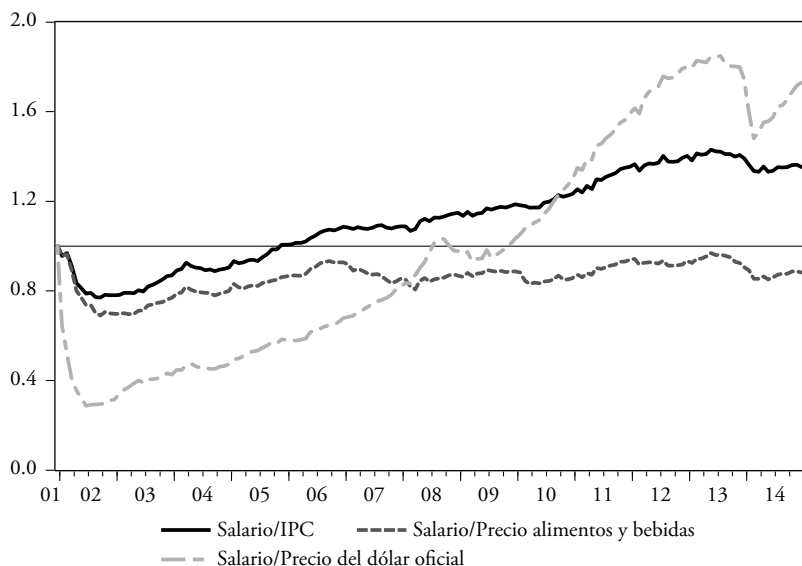
Gráfico 4. Salarios industriales y salarios registrados en Indec y en el Ministerio de Trabajo



Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social de la nación.

El gráfico 5 muestra la evolución del salario real, el salario en dólares oficiales y el salario deflactado por el ítem alimentos y bebidas del IPC. Mostramos este cuadro para ilustrar el liderazgo de los precios de los alimentos y el fuerte cambio de precios relativos a lo largo del proceso inflacionario. Mientras el salario en dólares corrientes alcanzó el máximo a fines de 2015, el salario en alimentos y bebidas nunca recuperó el nivel de diciembre de 2001.

Gráfico 5. Salario real, salario en dólares y salario en alimentos y bebidas



Fuente: estimación propia basada en datos de Ecolatina y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social de la nación.

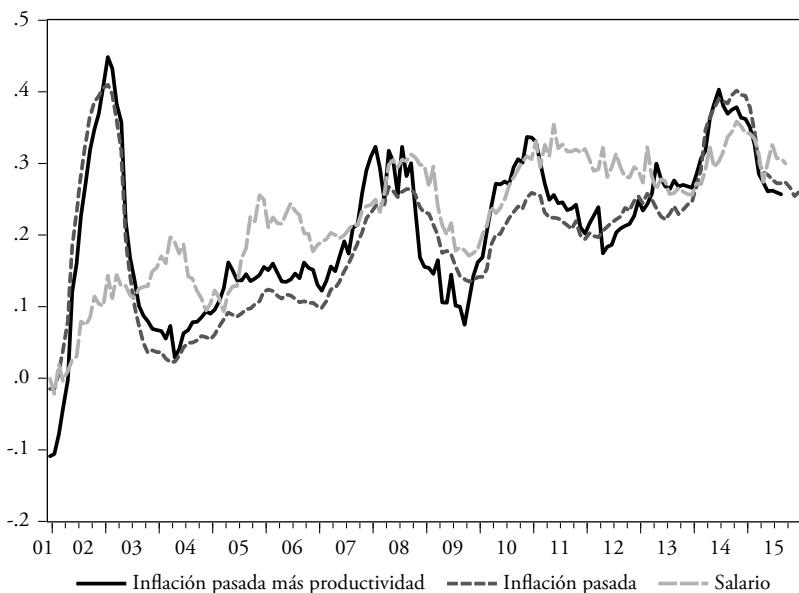
A fines de 2005 el salario real alcanza el nivel de diciembre de 2001 y llega a su máximo en mayo de 2013 —43% mayor que el de diciembre de 2001—. El punto de máximo salario real coincide con un máximo local del salario en dólares —85% más alto que el de diciembre de 2001—, antes de que comenzara a acelerarse la tasa de devaluación en junio-julio de 2013. Entre mayo de 2013 y febrero de 2014 el salario en dólares se reduce 20% y el salario real cae 6,7%. Con la desaceleración de las tasas mensuales de devaluación desde marzo de 2014 el salario en dólares aumenta rápidamente, superando el máximo previo, hasta la devaluación de diciembre de 2015.

El salario real tiene una pequeña tendencia creciente desde marzo de 2014, pero no vuelve a alcanzar el nivel de mayo de 2013. En noviembre de 2015 tiene un valor 39% mayor que el de diciembre de 2001.

Puede verse en el gráfico que el salario deflactado por el ítem alimentos y bebidas nunca recuperó el nivel de diciembre de 2001. En 2015 —antes de la devaluación de diciembre— el salario medido en alimentos es 10% inferior al de 2001.

El gráfico 6 muestra en cada mes del periodo la tasa anual del salario medio. En este gráfico puede verse también la evolución de dos variables: una es la tasa anual de inflación pasada del mes precedente y la otra está definida como la suma de la tasa anual de inflación del mes precedente más la tasa anual de aumento de la productividad del trabajo en el mismo periodo —productividad calculada como el producto por trabajador ocupado—.

Gráfico 6. Tasas anuales del salario, de inflación pasada y de inflación pasada más productividad



Fuente: estimación propia basada en datos de Ecolatina y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social de la nación.

Es inmediato observar que hasta el año 2013 las tasas anuales del salario medio fueron casi siempre superiores a la tasa de inflación pasada más la tasa de la productividad. El costo laboral unitario tendió a crecer sistemáticamente por arriba de la inflación pasada. Entre junio de 2003 y agosto de 2015 la diferencia media entre la tasa anual del salario y la suma de la tasa anual de inflación pasada más la tasa anual de la productividad fue de 3,5 puntos porcentuales. Con este mecanismo la inflación debería haberse acelerado permanentemente. No ocurrió así porque la tendencia a la aceleración generada por el comportamiento del costo laboral unitario fue compensada por el atraso del tipo de cambio y los precios de los servicios público.

Obsérvese que las tasas de aumento del salario tienden a ser menores que la inflación pasada más productividad en el año que comprende el segundo semestre de 2007 y el primero del 2008, que es un periodo expansivo. En cambio, las tasas de aumento del salario son mayores que la suma de inflación pasada más productividad a fines de 2008 y durante 2009, en una fase de importante recesión. Es lo contrario de lo previsto por la curva de Phillips. Obsérvese que en el periodo que va de junio de 2003 al comienzo de 2014 la tasa anual del salario es siempre mayor que la tasa de inflación pasada, independientemente del ciclo. La excepción es el año 2014, cuando las tasas anuales del salario fueron inferiores a la inflación pasada.

El Indec comenzó a subestimar la inflación desde enero de 2007. Esto descolocó al Ministerio de Trabajo y los sindicatos, que insistían en elevar los salarios reales. Documentos no publicados del Ministerio de Trabajo indican que los técnicos del Ministerio comenzaron a utilizar índices no oficiales —los IPC de institutos estadísticos provinciales e índices privados— para estimar la inflación y elaborar pautas cuantitativas para las negociaciones salariales. También los sindicatos comenzaron a utilizar fuentes no oficiales para medir la inflación. Los mencionados documentos muestran que las pautas del Ministerio de Trabajo para las tasas de aumentos salariales fueron el piso de las tasas

efectivamente observadas. Los documentos muestran que en un conjunto representativo de negociaciones paritarias sectoriales y a lo largo de varios años, los aumentos acordados en esas negociaciones fueron sistemáticamente superiores a las pautas del Ministerio y también que los aumentos efectivamente pagados en las empresas —a información de salarios que utilizamos en este trabajo— fueron superiores a los acordados en las negociaciones paritarias.

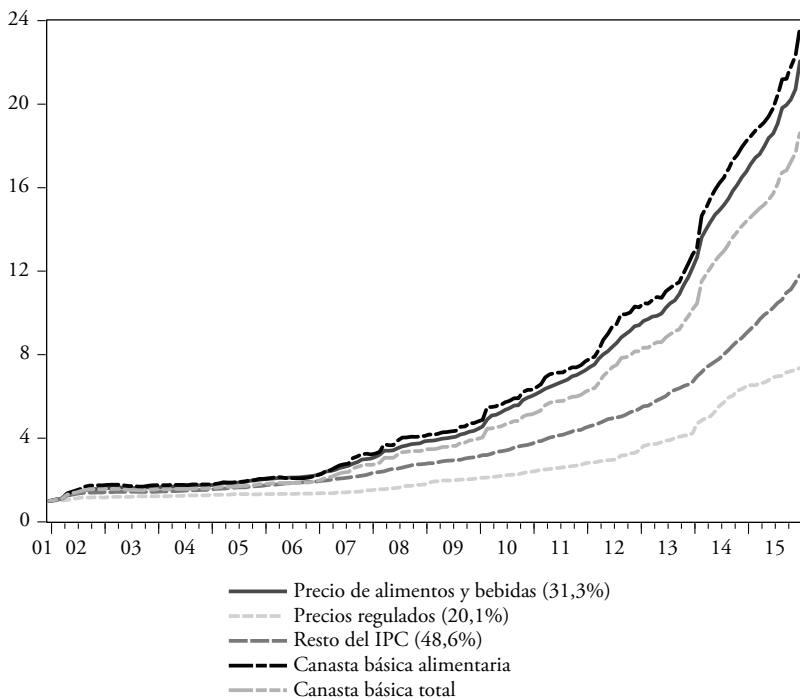
Los precios de los alimentos

Ya mencionamos el liderazgo de los precios de los alimentos en el proceso inflacionario. A fin de ilustrar este punto el gráfico 7 presenta una desagregación ad-hoc de las componentes del IPC —no es la desagregación del modelo presentado arriba— en los ítems alimentos y bebidas, que constituyen el 31,3% de la canasta, precios regulados (20,1%) y resto del IPC (48,6%). El gráfico incluye también la evolución de los valores de la canasta básica alimentaria y la canasta básica total —valuadas con los precios componentes del IPC— que definen respectivamente las líneas de indigencia y pobreza.

Precios regulados comprende electricidad, gas, agua, transporte público y otras tarifas y precios que han sido determinados por el gobierno en todo el periodo. Puede verse que los incrementos de los precios regulados han ido siempre atrás de la tasa de inflación, de modo que jugaron un papel de ancla del proceso.

También puede verse que alimentos y bebidas lideraron la inflación desde 2002, tanto en el periodo de ajuste a la devaluación como también después de mediados de 2003, particularmente desde 2006. Entre diciembre de 2001 y diciembre de 2015 el precio de la canasta del IPC se multiplicó por 14. En el mismo lapso el ítem alimentos y bebidas se multiplicó por 22, la canasta básica alimentaria por 24 y la canasta básica total por 19. Los precios regulados se multiplicaron por 7 y el resto del IPC por 12.

Gráfico 7. Componentes del IPC y valores de la canasta básica alimentaria y de la canasta básica total



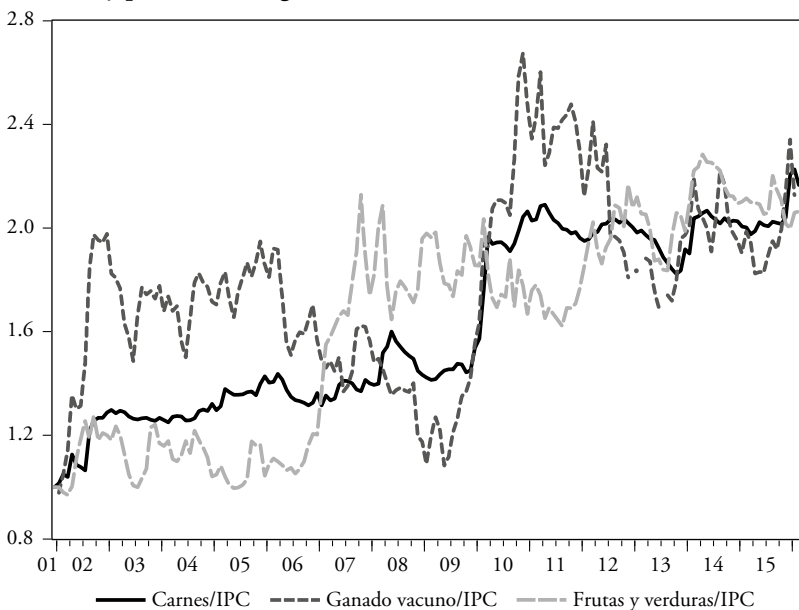
Fuente: Indec y Ecolatina.

Los mecanismos de formación de precios de los bienes agropecuarios que constituyen los insumos principales de los bienes alimentarios finales difieren según su carácter de internacionalmente comerciable o no comerciable. Algunos bienes agrícolas han sido internacionalmente transables en todo el periodo —por ejemplo, la soja—, otros han sido siempre principalmente no transables —por ejemplo, frutas y verduras— y otros fueron internacionalmente transables algún tiempo, pero devinieron en no transables por restricciones a sus exportaciones impuestas por el gobierno —por ejemplo, carne vacuna y trigo—.

Los bienes agropecuarios no transables

Los precios de los bienes agropecuarios no transables son *flex prices* determinados en mercados domésticos competitivos. En el gráfico 8 se muestran los precios reales, deflactados por IPC, de futas y verduras, ganado vacuno en el Mercado de Liniers y el precio del ítem carnes, que incluye otras carnes además de la vacuna.

Gráfico 8. Precios reales de los ítems carnes y frutas y verduras del IPC, y precio real del ganado vacuno en el Mercado de Liniers



Fuente: Indec y Ecolatina.

La carne vacuna —y consecuentemente el ganado—, cuyo precio se formaba como bien transable a principios de los años 2000, se transformó en no transable desde 2006. El precio real de frutas y verduras frescas se elevó alrededor de 20% en el ajuste a la devaluación.

Posteriormente osciló en un nivel aproximadamente 10% más alto que en diciembre de 2001 hasta mediados de 2006. Desde el invierno de 2006 el precio real tomó una empinada tendencia creciente que lo lleva a más que duplicarse en la primavera de 2007. En los últimos años del periodo analizado el precio real de frutas y verduras osciló en torno a un nivel equivalente al doble del que tenía en los primeros años 2000.

Como fue mencionado, el precio de la carne vacuna en el Mercado de Liniers se comportó como el de un bien transable entre principio de 2002 y 2006, cuando se efectivizaron las restricciones a las exportaciones. De allí en adelante el precio del ganado vacuno se comportó como *flex price* de un bien no transable internacionalmente. Como puede verse en el gráfico 8 el precio relativo del ganado vacuno se elevó fuertemente con la devaluación de 2002 y se redujo posteriormente hasta alcanzar un mínimo local a mediados de 2003, cuando la tasa de inflación se hizo nula. Posteriormente osciló sobre una tendencia creciente hasta marzo de 2006. Entre el momento en que se impuso la restricción a las exportaciones y mediados de 2009 el precio del ganado mantuvo una tendencia fuertemente decreciente, mientras que el precio minorista real de las carnes frescas mantuvo una tendencia estable. En cambio, desde el invierno de 2009 el precio del ganado tomó una pronunciada tendencia creciente que impulsó al alza el precio relativo de las carnes frescas y que alcanzó a fines de 2010 un máximo que casi triplica el precio de diciembre de 2001. El precio real del ganado tendió nuevamente a reducirse después de 2010 y en los años más recientes osciló alrededor de un nivel que duplica el de diciembre de 2001. En los últimos años el precio relativo del ítem carnes del IPC también duplica el de diciembre de 2001.

La tendencia decreciente del precio real del ganado en 2006-2009 y la tendencia creciente en 2009-2010 fueron ambas causadas principalmente por cambios en el flujo de oferta. En el primer caso la oferta aumentó porque hubo un proceso de liquidación de vientres

(desinversión) que contribuyó a reducir las existencias en unos diez millones de cabezas⁹. En el segundo caso la oferta se redujo porque hubo retención de madres para acrecentar los rodeos¹⁰. Entre la imposición de restricciones a las exportaciones y fines de 2010 tuvo lugar un ciclo ganadero completo. En la fase de retención 2009-2010 se recuperó solamente alrededor de 20% de las existencias ganaderas liquidadas en 2006-2009. En los últimos años del periodo el precio relativo del ganado vacuno es similar al promedio del periodo 2003-2006, cuando la carne vacuna era todavía un bien comerciable internacionalmente y el tipo de cambio real era mucho más alto, mientras que el precio relativo minorista de las carnes frescas es alrededor de 50% más alto que cuando se impuso la restricción a las exportaciones.

Parece claro el rol que jugó el exceso de demanda en el comportamiento de los precios relativos de frutas, verduras y carnes, exacerbado en el caso de la carne por la caída de la oferta de ganado resultante del ciclo ganadero.

El comportamiento de los *flex prices* de los alimentos no comerciables jugó un papel importante en el proceso inflacionario, pero no fue el único factor en el liderazgo de los precios de los alimentos. Los efectos inflacionarios de los precios de los bienes agrícolas transables también fueron importantes.

⁹ Además de la restricción a las exportaciones, el inicio del proceso de liquidación de vientres fue impulsado por una importante sequía en la primavera de 2006. En la primavera y verano de 2006 los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo tomaron una fuerte tendencia creciente. Toda la fase de liquidación coincide con altos precios de estos cultivos.

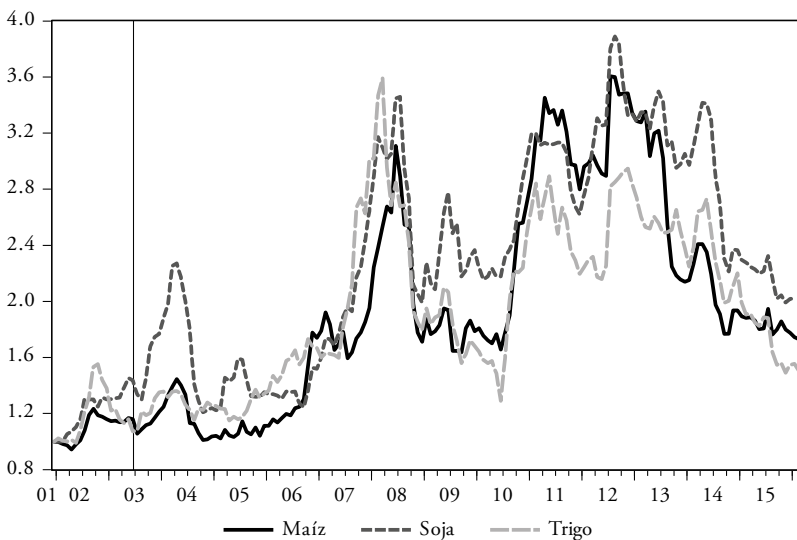
¹⁰ El inicio de la fase de retención es simultáneo con la fuerte caída de los precios internacionales de la soja y el maíz.

Los bienes agropecuarios comerciables

Los precios de los bienes agropecuarios transables están determinados por su precio internacional, el tipo de cambio nominal y los impuestos a sus exportaciones (retenciones). Dado que las tasas de retención fueron modificadas en pocas oportunidades, las variaciones de estos precios han sido principalmente función de las variaciones del precio internacional y del tipo de cambio. PFIIX incluye los alimentos que tienen estos bienes primarios como insumo principal.

El gráfico 9 muestra la evolución de los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo.

Gráfico 9. Precios internacionales del maíz, soja y trigo



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

Es inmediato ver que los precios internacionales del maíz, la soja y el trigo están altamente correlacionados. En el modelo de PFIIX utilizamos el precio de la soja como representativo de soja y maíz.

Las restricciones a las exportaciones de trigo lo transformaron en un bien no comerciable. Los precios del trigo al productor y los precios de los productos derivados fueron intensamente regulados¹¹.

Los precios del maíz y la soja tendieron a elevarse rápidamente desde fines de 2006 —el trigo tendió a elevarse desde mediados de 2005— y alcanzaron sus máximos a mediados de 2008 —se triplicaron en relación con los precios vigentes en la primera mitad de la década—. Con el estallido de la crisis global los precios de las *commodities* agrícolas cayeron fuertemente en el segundo semestre del 2008 y permanecieron relativamente bajos, aunque a niveles superiores a los de la primera mitad de la década, hasta mediados de 2010. Hay una rápida recuperación de los precios en el segundo semestre de 2010 y entre 2011 y comienzos de 2014 los niveles de los precios del maíz y la soja son semejantes a los máximos de 2008.

La volatilidad de los precios internacionales del maíz, la soja y otros bienes agrícolas no solamente incidió en la inflación en forma directa, sino también a través de sus efectos sobre los precios flexibles de los productos agropecuarios no transables, vía cambiantes incentivos para el uso de los suelos. Por ejemplo, los altos precios de los bienes agrícolas transables en 2006-2008 incentivaron la fase de liquidación de rodeos vacunos iniciada en 2006. La fase de retención de vientres que lleva el precio real del ganado vacuno a su máximo en el periodo —noviembre de 2010— se inicia en la primavera de 2009, cuando los precios de los bienes agrícolas transables se encontraban en sus mínimos.

El precio internacional de los bienes intermedios importados

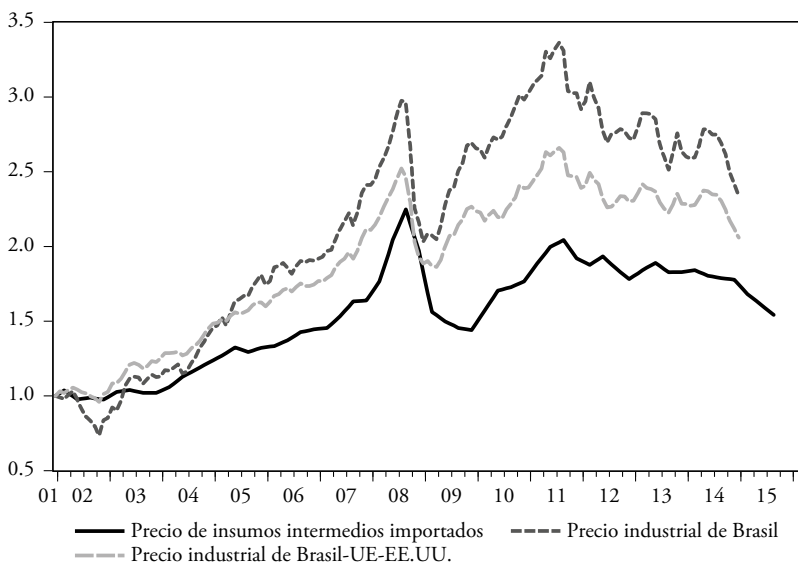
El gráfico 10 muestra el precio en dólares de la tonelada de bienes intermedios importados por Argentina (PMINT). El gráfico también muestra el precio industrial en dólares de Brasil y el precio industrial

¹¹ Como consecuencia hubo una continua contracción de la producción de trigo. El modelo de PFIX ganaría capacidad explicativa si se incluyera el precio local del trigo (o las harinas) entre las variables explicativas, pero no fue posible obtener una serie completa confiable de los precios de estos bienes.

en dólares del conjunto de países conformado por Brasil, Estados Unidos y la Unión Europea. El precio industrial de Brasil está calculado como el precio industrial en reales dividido por el tipo de cambio (reales/US\$). Con cálculos análogos se obtienen los precios industriales en dólares de Estados Unidos y la Unión Europea. El precio industrial del agregado del conjunto de los dos países y la región europea es el promedio de los precios industriales, ponderados por las respectivas participaciones en las importaciones argentinas de bienes intermedios.

Es inmediato ver que PMINT está altamente correlacionado con el precio industrial en dólares de Brasil. También lo está con el precio internacional en dólares del agregado Brasil-Estados Unidos-Unión Europea, por la importante proporción de productos brasileños en las importaciones argentinas.

Gráfico 10. Precio de bienes intermedios importados, precio industrial de Brasil y precio industrial de Brasil, UE y EE.UU. en dólares



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

La evolución del precio industrial en dólares de Brasil está principalmente determinada por la trayectoria de su tipo de cambio, que se redujo a aproximadamente la mitad entre 2003 y mediados de 2008. En ese lapso el precio industrial en dólares de Brasil se multiplicó por tres y el precio del agregado Brasil-UE-EE.UU. se multiplicó por 2,5. El PMINT se eleva en ese periodo a más del doble de su valor en 2003 (104%). Luego, a fines de 2008 Brasil devalúa su moneda y su precio industrial en dólares se reduce un tercio en la primera mitad de 2009. Entre junio de 2008 y noviembre de 2009 el PMINT se redujo 32%.

Obsérvese que los impulsos sobre la inflación provenientes de los precios de exportación y de los precios de importación de bienes intermedios fueron coincidentes. Por ejemplo, ambos impulsaron la aceleración hasta mediados de 2008 y ambos indujeron la desaceleración entre mediados de 2008 y comienzos de 2010. Entre junio de 2003 y junio de 2008 el precio internacional de la soja —también *proxy* de otros precios de productos agrícolas— aumentó 140%. Entre junio de 2008 y noviembre de 2009 el precio internacional de la soja se redujo 33%.

EL CAMBIO DE ESTRUCTURA A MEDIADOS DE 2003 Y LA EVOLUCIÓN DEL MARK-UP

Planteamos arriba que los aumentos de precios que se observaron en 2002 y hasta mediados de 2003 representaron el ajuste de precios relativos impulsado principalmente por la fuerte devaluación en la salida del régimen de convertibilidad. Como indicamos, las tasas mensuales de inflación siguieron una trayectoria de U invertida completa que terminó en algunos meses de deflación o inflación nula a mediados de 2003. Sostenemos que a mediados de 2003 se inició en el país un nuevo proceso inflacionario, bien diferenciado del ajuste de precios relativos precedente. En este punto presentamos los ejercicios econométricos que sostienen el argumento.

Lo dicho arriba no implica que el ajuste de precios relativos en 2002 no haya influido en lo ocurrido posteriormente. Consideremos, por ejemplo, el mercado de trabajo. Claro está que la caída de los salarios

reales que tuvo lugar en el ajuste tuvo influencia en los aumentos que experimentaron posteriormente los salarios nominales. Pero esa influencia no va más allá de eso: los salarios reales se habían reducido mucho en 2002 y existía entonces bastante consenso—incluido en el gobierno—en que debían recuperarse. Los salarios reales comenzaron a elevarse hacia finales de 2002 y más vigorosamente desde mediados de 2003. A finales de 2005 los salarios reales alcanzan el nivel que tenían en diciembre de 2001 y continuaron elevándose en los años siguientes. Parece claro que la dinámica de los salarios nominales después de 2005 tiene poca relación con la caída experimentada en el ajuste de precios relativos de 2002. La dinámica de los salarios es novedosa y constituye un ingrediente importante del nuevo proceso inflacionario. La tasa de los salarios es una variable exógena, esto se justifica más adelante.

Para dar sustento econométrico a lo planteado estimamos en primer lugar la ecuación de PFIX sobre el periodo 2002M02-2014:01, esto es, incluyendo en la estimación la fase de ajuste de precios relativos:

Tabla 6. Descomposición de los precios FIX

Variable dependiente: DLOG(PFIX)

Método: mínimos cuadrados

Muestra (ajustada): 2002M02 2014M01

Observaciones incluidas: 138 después de ajustes

Errores estándar y covarianzas corregidos (HAC) de heterocedasticidad y colinealidad

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(IPC(-1))	0,418531	0,124397	3,364482	0,0010
DLOG(PCARLIN)	0,047550	0,027855	1,707051	0,0902
DLOG(PSOJA)	0,022081	0,008853	2,494131	0,0139
DLOG(PMINT)	0,092077	0,030032	3,065957	0,0026
DLOG(TCN)	0,126109	0,031203	4,041584	0,0001
DLOG(WREGMT)	0,150554	0,042715	3,524632	0,0006
DLOG(PRODPIB)	-0,067822	0,031897	-2,126283	0,0354
C	0,003640	0,001411	2,579858	0,0110

R cuadrado	0,604033	Media de la variable dependiente	0,014823
R cuadrado ajustado	0,582712	Media de la variable dependiente	0,012421
Error estándar de regresión	0,008024		
Suma de los cuadrados de los residuos	0,008369		

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La estimación difiere sustancialmente de la presentada en la tabla 2, estimada sobre el periodo 2003M06-2014M01. Los coeficientes suman menos que 1 y la constante es significativamente distinta de 0. Pero el R^2 ajustado es 0,57 y casi todos los coeficientes son significativos. Podemos usar esta ecuación para testar el cambio de estructura en 2003M06, en el lapso en que la tasa de inflación se hizo nula. Hacemos para esto un test de Chow:

Tabla 7. Test de quiebre estructural de Chow

Test de quiebre estructural de Chow: 2003M06

Hipótesis nulas: sin interrupciones en los puntos de interrupción especificados

Muestra de ecuación: 2002M02-2014M01

Estadístico F	12,82757	Prob. F(8,122)	0,0000
Razón del logaritmo de la verosimilitud	84,23406	Prob. Chi cuadrado (8)	0,0000

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La hipótesis nula es que no hay cambio de estructura. El test la rechaza con alta significación.

Podemos utilizar la ecuación estimada sobre el periodo 2002M02-2014M01 para examinar el comportamiento de los precios y el *mark-up* en la fase de ajuste de los precios relativos. A este fin estimamos la siguiente ecuación:

Tabla 8. Descomposición de los precios FIX

Variable dependiente: DLOG(PFIX)

Método: mínimos cuadrados

Muestra (ajustada): 2002M02 2014M01

Observaciones incluidas: 138 después de ajustes

Errores estándar y covarianzas corregidos (HAC) de heterocedasticidad y colinealidad

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(IPC(-1))	0,418395	0,073628	5,682578	0,0000
DLOG(PCARLIN)	0,022248	0,008743	2,544765	0,0121
DLOG(PSOJA)	0,017728	0,007154	2,478082	0,0145
DLOG(PMINT)	0,105190	0,019037	5,525552	0,0000
DLOG(TCN)	0,080459	0,013544	5,940465	0,0000
DLOG(WREGMT)	0,134720	0,040079	3,361378	0,0010
DLOG(PRODPIB)	-0,067272	0,029598	-2,272837	0,0247
DUMABRIL02	0,077663	0,002614	29,70686	0,0000
DUMREDUCMARKUP1	-0,004121	0,001687	-2,442875	0,0159
C	0,004888	0,001289	3,792451	0,0002
R cuadrado	0,856436	Media de la variable dependiente		0,014823
R cuadrado ajustado	0,846342	Desviación estándar de la variable dependiente		0,012421
Error estándar de regresión	0,004869			
Suma de los cuadrados de los residuos	0,003034			

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

Donde *dumabril02* es una variable *dummy* que toma valor 1 en abril de 2002 y 0 en el resto del periodo y *dumreducmarkup1* es una *dummy* con valor 1 en el periodo entre mayo de 2002 y diciembre de 2003 y 0 en el resto del periodo. Los coeficientes de las *dummies* son significativos al 1% y 2%. Aunque la ecuación no puede estimar bien los coeficientes de las variables vigentes en el periodo de ajuste de precios relativos, la aproximación que provee sobre las variaciones del «costo» parece suficiente para dar

sentido a los coeficientes de las *dummies*. El coeficiente de *dumabril02* es 0,078. La tasa de inflación de abril de 2002 fue 7,8 puntos porcentuales más alta que la tasa de aumento del «costo» en este periodo porque aumentó el coeficiente de *mark-up* en esa proporción. El coeficiente de *dumreducmarkup1* es $-0,0041$. Esto implica que desde mayo de 2002 hasta diciembre de 2003 las tasas de aumento del PFIX fueron cada mes 0,41 puntos porcentuales menores que las tasas del «costo». El periodo de reducción de *mark-up* se extiende 20 meses, totalizando hasta diciembre de 2003 una reducción de 8,2 puntos porcentuales, cifra muy semejante a los 7,8 puntos porcentuales de aumento observado en abril de 2002. Interpretamos que después del *overshooting* de precios en abril de 2002, en un contexto en el que las tasas de aumento del tipo de cambio se redujeron fuertemente primero y se hicieron negativas enseguida, el *mark-up* tendió a reducirse sistemáticamente, de modo que a los inicios del nuevo proceso inflacionario el *mark-up* era semejante al de diciembre de 2001.

Obsérvese que mientras estimamos la ecuación del nuevo proceso inflacionario desde 2003M06 (tabla 2) porque es en ese momento que la tasa de inflación se hace negativa o nula y se verifica un cambio de estructura, el periodo de paulatina reducción del *mark-up* que estimamos arriba abarca también el segundo semestre de 2003. Interpretamos que esta es la razón por la que la mencionada estimación de la ecuación principal sobreestima la tasa de inflación en el segundo semestre de 2003 (gráfico 3). El *mark-up* todavía tendía a reducirse en los primeros meses del nuevo proceso inflacionario.

LA FASE DE CONTROL DE CAMBIOS Y RESTRICCIONES A LAS IMPORTACIONES

En los años 2010 y 2011 las tasas del tipo de cambio fueron muy inferiores a las tasas de inflación, y acentuaron el rol del precio del dólar como ancla del proceso. La acentuada apreciación del tipo de cambio real incentivó los gastos en el exterior y se incrementó fuertemente la salida de

capitales, particularmente en los meses previos a la elección presidencial de octubre de 2011, porque había una extendida expectativa de devaluación después de las elecciones. Las reservas comenzaron a caer a mediados de 2011. En noviembre de 2011 el gobierno comenzó a aplicar un control de cambios y restricciones a las importaciones, dando lugar al surgimiento del mercado paralelo de cambios y al aumento del grado de monopolio en los mercados de bienes importados con importaciones restringidas. Estos controles fueron haciéndose más restrictivos a lo largo de los años siguientes. En este punto analizamos esta fase del proceso inflacionario.

La ecuación principal (tabla 2) está estimada sobre el periodo 2003M06-2014M01. En el momento de realizar los cálculos que presentamos disponíamos de datos fidedignos sobre el precio de los insumos intermedios importados solamente hasta agosto de 2015, a causa del así llamado «apagón estadístico», establecido para revisar los cálculos del Indec, luego de su intervención por el gobierno que asumió en diciembre. Al extender la estimación de la ecuación de PFI_X al periodo 2003M06-2015M08 se obtiene:

Tabla 9. Descomposición de los precios FIX

Variable dependiente: DLOG(PFIX)

Método: mínimos cuadrados

Muestra: 2003M06 2015M08

Observaciones incluidas: 141

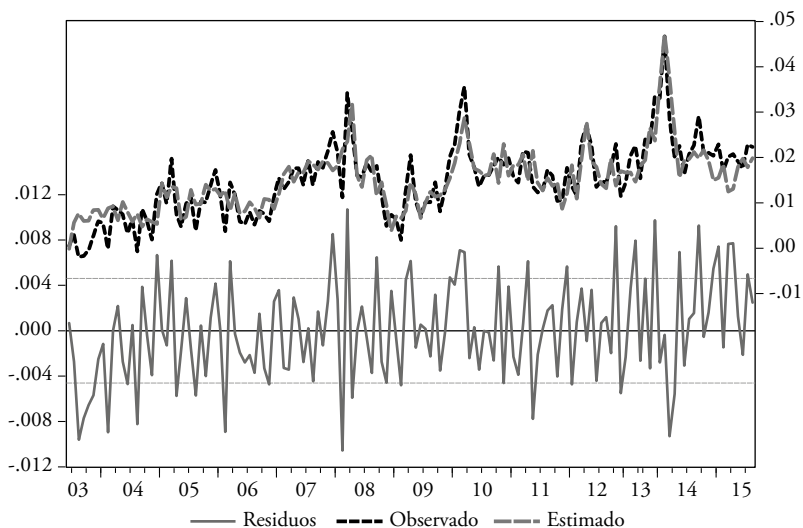
Variable	Coficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(IPC(-1))	0,593827	0,053482	11,10335	0,0000
DLOG(PCARLIN)	0,016024	0,007023	2,281832	0,0241
DLOG(PSOJA)	0,010910	0,005934	1,838385	0,0682
DLOG(PMINT)	0,095369	0,020635	4,621730	0,0000
DLOG(TCN)	0,105936	0,026285	4,030214	0,0001
DLOG(WREGMT)	0,140960	0,035285	3,994886	0,0001
DLOG(PRODPIB)	-0,061170	0,031415	-1,947133	0,0536
C	0,002328	0,000894	2,602821	0,0103

R cuadrado	0,698218	Media de la variable dependiente	0,014877
R cuadrado ajustado	0,682335	Desviación estándar de la variable dependiente	0,008170
Error estándar de regresión	0,004605		
Suma de los cuadrados de los residuos	0,002820		

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La estimación arroja resultados que difieren de la estimación de la tabla 2. Emerge una constante significativa de 0,2% mensual. En el gráfico 11 pueden verse las tasas de PFIX observadas y estimadas por esta ecuación y los residuos:

Gráfico 11. Tasas mensuales de inflación de precios FIX observadas, estimadas y diferencia entre ambas

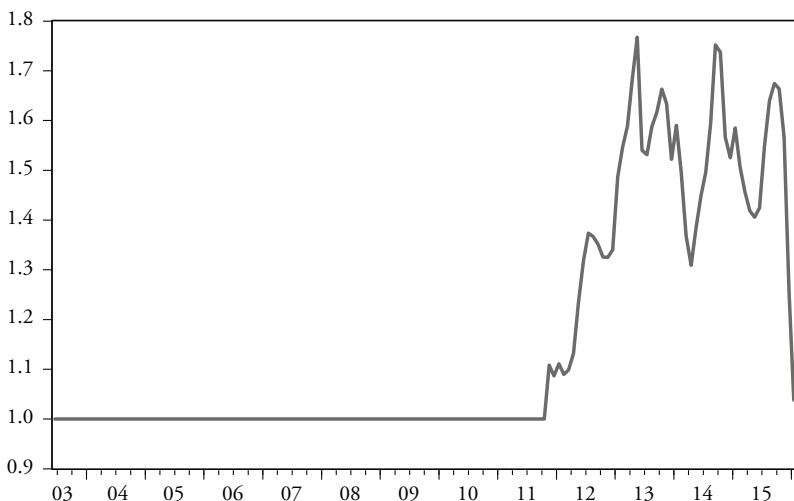


Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La observación del extremo derecho del gráfico de residuos muestra que la ecuación subestima sistemáticamente la tasa de PFIK desde setiembre de 2014 hasta el fin del periodo. La observación sugiere que hay al menos una variable omitida en la ecuación de la tabla 9. El tipo de cambio paralelo es un candidato lógico a jugar ese rol.

Definimos la brecha cambiaria como el cociente entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio del mercado oficial. El gráfico 12 muestra la evolución de la brecha.

Gráfico 12. Tipo de cambio oficial y paralelo



Fuente: Ecolatina.

El mercado paralelo de cambios surge en noviembre de 2011 y el tipo de cambio paralelo tiende a elevarse rápidamente entre abril y agosto de 2012. Introducimos la variable log (brecha cambiaria) en el modelo de la tabla 9 y estimamos la ecuación:

Tabla 10. Descomposición de los precios FIX

Variable dependiente: DLOG(PFIX)

Método: mínimos cuadrados

Muestra: 2003M06 2015M08

Observaciones incluidas: 141

Errores estándar y covarianzas corregidos (HAC) de heterocedasticidad y colinealidad

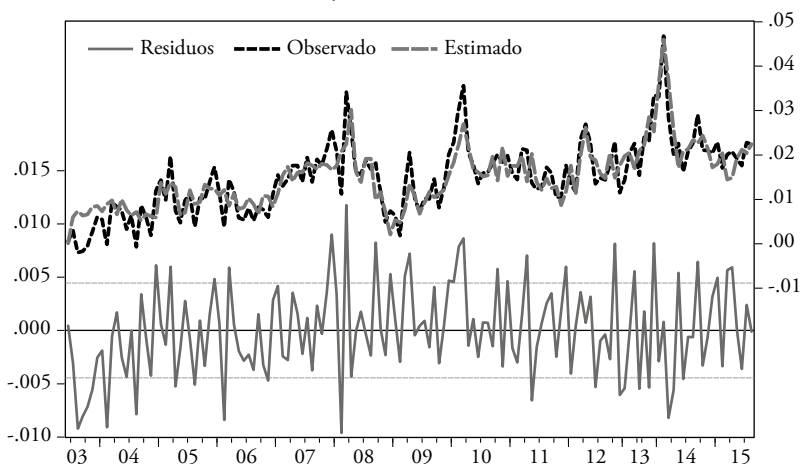
Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
DLOG(IPC(-1))	0,524063	0,085016	6,164321	0,0000
DLOG(PCARLIN)	0,016769	0,006771	2,476705	0,0145
DLOG(PSOJA)	0,012038	0,006603	1,823064	0,0706
DLOG(PMINT)	0,107874	0,019827	5,440745	0,0000
DLOG(TCN)	0,088215	0,018138	4,863456	0,0000
DLOG(WREGMT)	0,127553	0,035738	3,569110	0,0005
DLOG(PRODPIB)	-0,047803	0,029813	-1,603445	0,1112
LOG(TCBRECHA)	0,008558	0,002045	4,184392	0,0001
C	0,002795	0,001179	2,370207	0,0192
R cuadrado	0,720884	Media de la variable dependiente		0,014877
R cuadrado ajustado	0,703968	Desviación estándar de la variable dependiente		0,008170
Error estándar de regresión	0,004445			
Suma de los cuadrados de los residuos	0,002608			

Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

El coeficiente de la variable brecha cambiaria es altamente significativo, aunque pequeño (0,0086). La brecha promedio entre noviembre de 2011 y agosto de 2015 es 40%. De modo que la incidencia del tipo de cambio paralelo sobre la tasa de PFIIX representó un promedio de 0,3 puntos porcentuales adicionales de inflación mensual —algo más de 4 puntos porcentuales adicionales de inflación anual— mientras estuvo vigente. En el gráfico 13 pueden verse los valores observados y estimados de la tasa de PFIIX y los residuos.

Puede verse que la introducción de la brecha cambiaria en la ecuación corrige en gran medida la tendencia a la subestimación de la inflación después de 2014M09 que se verifica en la ecuación de la tabla 9.

Gráfico 13. Tasas mensuales de inflación de precios FIX observadas, estimadas y diferencia entre ambas



Fuente: estimación propia basada en datos de Indec, Ecolatina, Ministerio de Economía y Finanzas y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

En la ecuación de la tabla 13 la suma de los coeficientes resulta 0.89 —la tasa del «costo» no explica completamente la tasa de PFIX— y la ecuación incluye una constante altamente significativa que representa 0,27 puntos porcentuales mensuales de inflación —algo más de 3 puntos porcentuales de inflación anual— no explicados por las variables incluidas.

Interpretamos que la variable de la brecha cambiaria recoge los efectos inflacionarios de bienes importados que se preciaron al tipo de cambio paralelo, sea porque se pagaron con ese tipo de cambio —o al tipo de cambio del «contado con liquidación», muy similar al paralelo— o porque el importador, pese a haber pagado con el tipo de cambio oficial, explota su posición monopólica preciaando con el paralelo. Pero la presencia de la constante significativa sugiere que otros elementos del contexto, plausiblemente las restricciones a las importaciones, tuvieron efectos inflacionarios adicionales no correlacionados con los movimientos del tipo de cambio paralelo, por ejemplo, vía el incremento del grado de monopolio en bienes de producción local competitivos de las importaciones restringidas.

ANEXO 1

DERIVACIÓN DEL MODELO DE PFIX

PFIX es un índice de Laspeyres de un conjunto de precios P_i con la suma de ponderadores normada en 1:

$$PFIX_t = \sum_i a_i P_t^i \text{ con } \sum a_i = 1$$

Suponemos que el precio del componente i resulta de adicionar una proporción de *mark-up* al costo medio variable. c_{ij} es la proporción en que el precio X_t^j entra en el costo del bien i :

$$P_t^i = \left(\sum_j c_{ij} X_t^j \right) (1 + m_t^i) \text{ con } \sum_j c_{ij} = 1$$

x_t^j es la tasa de X_t^j , de modo que:

$$X_t^j = X_{t-1}^j (1 + x_t^j) \text{ y reemplazando:}$$

$$P_t^i = \left[\sum_j c_{ij} X_{t-1}^j (1 + x_t^j) \right] (1 + m_t^i)$$

$$\text{Hacemos } \frac{P_t^i}{P_{t-1}^i} = \frac{\sum_j c_{ij} X_{t-1}^j (1 + x_t^j) (1 + m_t^i)}{\sum_j c_{ij} X_{t-1}^j (1 + m_{t-1}^i)} \quad (1)$$

$$\text{Donde } c_{ij}^* = \frac{c_{ij} X_{t-1}^j}{\sum_j c_{ij} X_{t-1}^j} \text{ y es inmediato mostrar que } \sum_j c_{ij}^* = 1$$

Tomando logaritmos en (1) se obtiene:

$$\log \frac{P_t^i}{P_{t-1}^i} = \log (1 + p_t^i) \cong p_t^i = (\text{donde } p_t^i \text{ es la tasa de } P_t^i)$$

$$= \log \left(1 + \sum_j c_{ij}^* x_t^j \right) + \log \left(\frac{1 + m_t^i}{1 + m_{t-1}^i} \right) \cong$$

$$\cong \sum_j c_{ij}^* x_t^j + \Delta m_t^i \text{ donde } \Delta m_t^i \text{ es cero si el coeficiente de } \textit{mark-up}$$

es constante.

Consecuentemente, la tasa de $PFIX_t$ puede expresarse como:

$$pfix_t = \sum_i a_i \sum_j c_{ij}^* x_t^j + \sum_i a_i \Delta m_t^i \text{ con}$$

$\sum_i \sum_j a_i c_{ij}^* = \sum_i a_i \sum_j c_{ij}^* = 1$ y $\sum_i a_i \Delta m_t^i = 0$ si el *mark-up* agregado es constante.

El costo del trabajo

La tasa del salario del salario medio w_t es una de las tasas x_t^j que entran en el modelo de $pfix_t$ derivado arriba. Para modelarla suponemos que los salarios —y otros contratos indexados como, por ejemplo, alquileres— se reajustan en forma desinconizada según la inflación pasada —desfasada un mes—; más, o menos, una proporción adicional s_t , con un periodo de reajuste de n meses. Suponemos que los trabajadores se dividen en n grupos iguales que reajustan sus salarios sucesivamente. El salario medio W_t es:

$$W_t = \frac{1}{n} W_{t-1} \left(1 + \sum_1^n p_{t-j} + s_t \right) + \frac{n-1}{n} W_{t-1} \text{ y}$$

$$W_t = W_{t-1} + \frac{1}{n} W_{t-1} \left(\sum_1^n p_{t-j} + s_t \right) \text{ y dividiendo por } W_{t-1}:$$

$$\frac{W_t}{W_{t-1}} = 1 + w_t = 1 + \frac{1}{n} \left(\sum_1^n p_{t-j} + s_t \right) \text{ de donde:}$$

$$w_t = \frac{1}{n} \sum_1^n p_{t-j} + \frac{s_t}{n}$$

En la ecuación de $pfix_t$ del modelo la tasa media de inflación de los pasados n meses es aproximada por la tasa p_{t-1} . El coeficiente de p_{t-1} en la estimación capta la inercia derivada de la indexación de los salarios, pero también la derivada de otros contratos y precios indexados. El efecto de la sobre o sub indexación salarial s_t es captado en la estimación por el coeficiente de w_t .

ANEXO 2

DEFINICIÓN DE LOS AGREGADOS PFLEX, PFIX Y PREGUL

PFLEX (ponderación: 3,7%)

115	Frutas	1,5%
116	Verduras	2,1%

PREGUL (ponderación: 20,1%)

321	Combustibles para la vivienda	1,6%
322	Electricidad	2,0%
323	Agua y servicios sanitarios	0,8%
611	Transporte público	6,4%
613	Funcionamiento y mantenimiento de los vehículos	4,0%
621	Correo	0,1%
622	Teléfono	4,0%
91	Cigarrillos y accesorios	1,3%

El resto de los bienes y servicios del IPC compone PFIX, que representa el restante 76,2% del índice.

BIBLIOGRAFÍA

- Frenkel, Julia (2003). *El impacto inflacionario de la depreciación cambiaria de 2002 en Argentina*. Trabajo presentado en el Seminario de integración y aplicación de la Facultad de Economía de la Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, 30 de junio. https://acevedo360.files.wordpress.com/2014/01/inflacion_el-impacto-inflacionario-de-la-depreciacion.pdf
- Frenkel, Roberto (1983). *La dinámica de los precios industriales en la Argentina: 1966-1982. Un estudio econométrico*. Buenos Aires: Estudios CEDES.
- Frenkel, Roberto (1990). El régimen de alta inflación y el nivel de actividad. En José Pablo Arellano (comp.), *Inflación rebelde en América Latina* (pp. 163-188). Santiago: Cieplan-Hachette.
- Hicks, John (1974). *The crisis in keynesian economics*. Nueva York: Basic Books.
- Kalecki, Michal (1954). *Theory of economic dynamics*. Londres: Allen and Unwin.
- Okun, Arthur (1981). *Prices and quantities. A macroeconomic analysis*. Washington D.C.: The Brookings Institution.

**REGÍMENES DE POLÍTICA MACROECONÓMICA,
SOBREVALUACIÓN DE TIPO DE CAMBIO REAL Y
CRECIMIENTO ECONÓMICO EN BRASIL (2003-2015):
EL SURGIMIENTO Y LA CAÍDA DEL TRÍPODE
MACROECONÓMICO Y UNA NUEVA PROPUESTA PARA
UN RÉGIMEN DE POLÍTICA MACROECONÓMICA**

José Luis Oreiro y Luciano D'Agostini¹

INTRODUCCIÓN

Del 2003 al 2010 la economía brasileña experimentó un periodo de altas tasas de crecimiento con niveles de inflación moderados. La tasa de crecimiento promedio del PBI fue de 4,06% por año durante este periodo, y la tasa promedio de crecimiento del IPC fue de 5,79% por año. Este desempeño macroeconómico relativamente bueno cambió significativamente después del 2011. La tasa de crecimiento promedio se redujo a 1,59% por año en el periodo de 2011-2014, una disminución de casi 61% del crecimiento promedio en comparación al periodo previo. Al mismo tiempo, la inflación se aceleró hasta 6,17% por año.

¹ Los autores agradecen los útiles comentarios de Fernando de Holanda Barbosa, Edmar Bacha, Igor Rocha y Luiz Carlos Bresser-Pereira en el borrador preliminar. Se aplica el descargo de responsabilidad habitual. También se agradece la asistencia de Pedro Padilha respecto de los datos acerca de exportaciones brasileñas.

Además, para el periodo 2015-2016, las previsiones del mercado del crecimiento del PBI apuntaron a contracción de casi 8% en el producto real, al mismo tiempo que la inflación promedio que subió a 7,5% por año.

Este gran cambio en el desempeño macroeconómico se debió, principalmente, al estancamiento de la producción industrial que empezó al final de 2010. Los efectos combinados de la sobrevaluación crónica del tipo de cambio y de la disminución de beneficios dieron como resultado una disminución rápida de la competitividad externa del sector manufacturero brasileño, lo que indujo a una substitución de la producción nacional por importaciones. Además, la disminución del índice de utilidades del sector manufacturero, debido a la reducción de los márgenes, dio como resultado una contracción en la inversión en nuevas maquinaria y equipo, lo que agudizó el problema de productividad del sector manufacturero de Brasil.

El gobierno federal de Brasil trató de resolver este problema al implementar un nuevo régimen macroeconómico, la denominada «nueva matriz macroeconómica». Este régimen macroeconómico se caracterizó por una flexibilización de las políticas fiscales y monetarias para incrementar la demanda agregada. Desde el segundo semestre de 2011 hasta el primer semestre de 2013, los tipos de interés nominales disminuyeron, así como los impuestos respecto de los productos manufacturados. El resultado fue un incremento muy modesto en la tasa de crecimiento del PBI de 2013 en comparación con el 2012, a costa de la aceleración de la inflación y la reducción del superávit primario del gobierno federal (ver Oreiro, 2015). En el segundo semestre de 2013, debido a las presiones inflacionarias, el Banco Central de Brasil empezó un proceso de ajuste de la política monetaria, lo que se tradujo en un aumento de la tasa de interés nominal. Junto con la incertidumbre generada por el escándalo político de corrupción de Petrobras, este cambio en la política monetaria tuvo como resultado una desaceleración del crecimiento en 2014, año durante el cual la economía brasileña creció solo 0,1%.

Los efectos combinados de la reducción fiscal, la desaceleración del crecimiento y el incremento en las tasas de interés deterioraron enormemente la posición fiscal del sector público. En efecto, el superávit primario de 1,8% del PBI en 2013 se transformó en un déficit primario de casi 0,7%. Además, el déficit nominal subió a casi 7% del PBI al final de 2014, a partir de 3,26% en noviembre de 2013.

Como resultado de la peor posición fiscal del sector público, el gobierno federal, al inicio de 2015, tuvo que empezar un ajuste fiscal, para detener el incremento continuo del ratio de deuda pública al PBI. Este cambio de la política fiscal combinado con una política monetaria muy estricta contribuyó a empeorar las perspectivas de crecimiento de la economía brasileña. Después de una caída de casi 4% del PBI real en el 2015, el consenso entre los analistas del sector financiero es que la economía brasileña se contraerá 3% en el 2016.

Este artículo tiene un doble objetivo. Primero presentaremos una revisión del funcionamiento de los regímenes de política macroeconómica desde el 2003 para mostrar que tanto el «trípode de política macroeconómica» como la «nueva matriz macroeconómica» no fueron capaces de asegurar la estabilidad macroeconómica a mediano y largo plazo debido a que no pudieron evitar una sobrevaluación persistente del tipo de cambio real o de detener la tendencia al incremento en los gastos primarios y PBI que produjeron una crisis fiscal importante en el 2015. Después de esto presentaremos los fundamentos de un nuevo régimen de política macroeconómica para Brasil que sea capaz de cambiar la mezcla de política monetaria-fiscal en la dirección que se requiere para sustentar un tipo de cambio real competitivo y estable a mediano o largo plazo.

REGÍMENES DE POLÍTICA MACROECONÓMICA Y DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA (2003-2015)

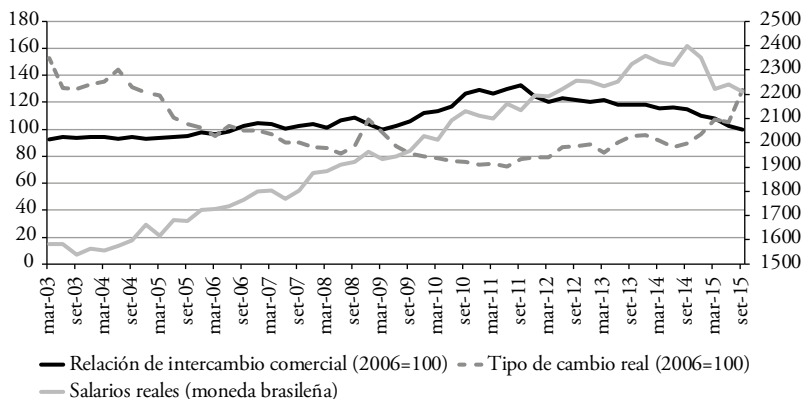
En 1999 se implementó un nuevo régimen macroeconómico en Brasil, justo después de la gran crisis monetaria que indujo la sustitución del sistema de bandas cambiarias por un sistema de tipo de cambio flotante en enero, que puso fin al «anclaje cambiario», decidido por Gustavo Franco cuando era presidente del Banco Central brasileño como un mecanismo para controlar la inflación. El nuevo régimen era el denominado «trípode macroeconómico», concebido como una combinación de fijación de metas de inflación por el lado de la política monetaria, un sistema flexible de tasa de cambio y la reducción del ratio deuda pública-PBI para lograr metas fijadas como punto del superávit primario a PBI. El fundamento teórico del trípode era el «nuevo consenso macroeconómico», según el cual una tasa de inflación baja y estable es el principal o único objetivo de la política macroeconómica (Sawyer, 2009). Para evitar la «dominancia fiscal», la deuda pública-PBI debe estabilizarse o reducirse por la vía de una relación superávit primario/PBI suficientemente amplia; y para garantizar la autonomía de la política monetaria requerida frente a una cuenta de capital abierta, el régimen de tipo de cambio debe ser de cambio flotante.

Los economistas ortodoxos brasileños creían que el trípode macroeconómico era una condición necesaria y suficiente para la estabilidad macroeconómica, definida como el logro de una tasa de inflación baja y estable. Sin embargo, la experiencia brasileña en cuanto a la gestión del trípode mostró que esto no era cierto.

Primero que nada, lograr una tasa de inflación baja y estable no basta para asegurar un camino hacia el crecimiento estable de la producción real. Por ejemplo, no existe una «divina coincidencia» de regímenes de metas de inflación. Desde 2004 hasta 2010 Brasil tuvo una tasa de inflación baja y estable, pero esto se logró a través de una apreciación enorme y persistente del tipo de cambio real, como podemos ver en el gráfico 1. La apreciación del tipo de cambio allanó el camino para el casi estancamiento del PBI observado luego de 2011, debido a sus efectos sobre

el coeficiente de penetración de las importaciones, la producción industrial y la participación de la industria manufacturera (ver sección 3).

Gráfico 1. Relación entre términos de intercambio, tipo de cambio real y salarios reales



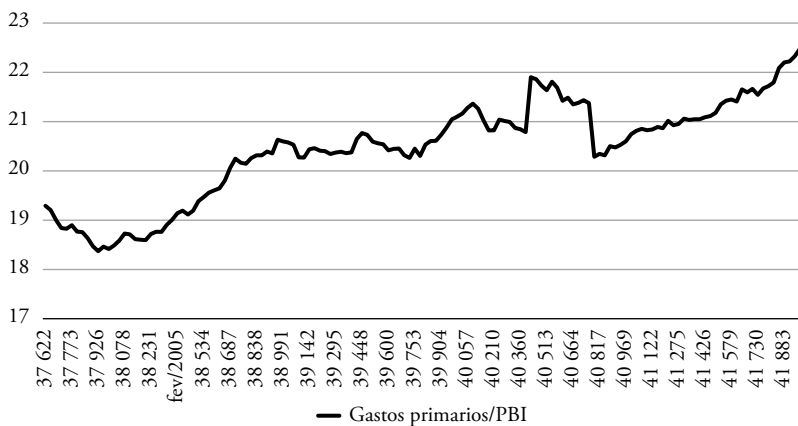
Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil.

Además, fijar un objetivo para el superávit primario no basta para garantizar la solvencia del sector público a largo plazo y, por lo tanto, impedir una situación de dominancia fiscal. Brasil tenía un «problema fiscal estructural» relacionado a la tendencia de incremento de los gastos primarios como ratio del PBI². En efecto, los gastos primarios como

² Una de las principales razones para esta tendencia de crecimiento en el gasto primario son los gastos crecientes de la seguridad social debido a la indexación de los pagos de seguridad social con los salarios mínimos junto con el envejecimiento de la población brasileña. Ya que el salario mínimo está indexado a la inflación y al crecimiento del PBI real, la tasa de crecimiento de los pagos por seguridad social es por lo menos igual a la tasa de crecimiento del PBI nominal. El envejecimiento de la población brasileña durante los últimos veinte años, debido a la caída de las tasas de fertilidad, hizo que la población jubilada aumentara más rápido que la fuerza de trabajo, lo que provocó que los pagos de seguridad social aumentaran a un ritmo mayor que el PBI nominal. El incremento de los gastos del gobierno en el sector salud y educación es también otra fuente importante de incremento de los gastos primarios.

proporción del PBI habían aumentado desde 19,29% del PBI en enero de 2003 hasta 22,48% en diciembre de 2014, es decir, un aumento de 16,53% en 11 años (ver gráfico 2). Esto significa que los gastos primarios como ratio al PBI incrementaron en una tasa promedio de 1,50% por año en el periodo de 2003-2014. Ya que el PBI se incrementó en una tasa promedio de 3,26% por año durante este periodo, los gastos primarios reales se incrementaron en un promedio de 4,76% por año. Durante algún tiempo, esta tendencia de crecimiento de los gastos primarios fue compatible con un superávit primario estable como proporción del PBI debido al incremento simultáneo de los ingresos totales. Sin embargo, el casi estancamiento de la economía brasileña después de 2011 redujo la tasa de crecimiento de los ingresos totales, lo que generó una reducción visible del superávit primario incluso antes de la gran recesión de 2015.

Gráfico 2. Evolución de los gastos primarios como ratio al PBI (2003.01-2014.12)

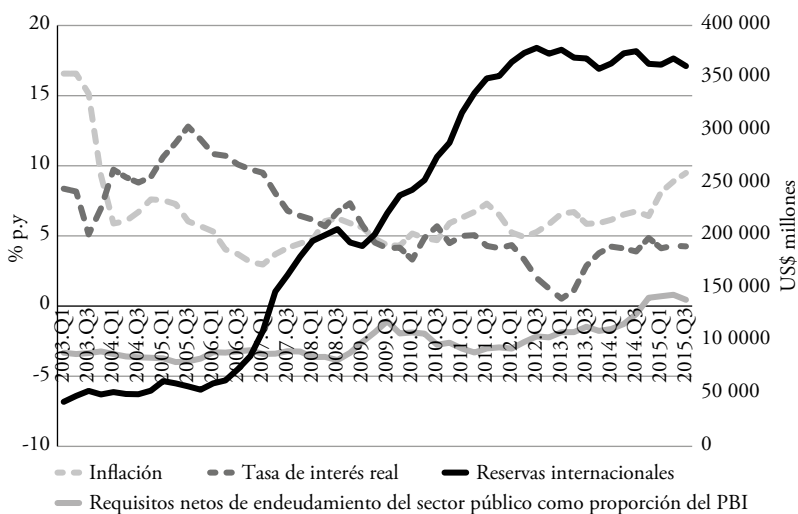


Fuente: elaboración propia con datos de Ipeadata.

La sobrevaluación del tipo de cambio real y el problema fiscal estructural están interconectados. La tendencia al incremento de los gastos primarios como proporción del PBI combinada con un superávit primario

al PBI más o menos constante —hasta el 2010— dio como resultado una política fiscal claramente expansionista³. Para mantener una tasa de inflación estable, el Banco Central de Brasil tuvo que comprometerse a mantener una política monetaria estricta, implementando una tasa de interés nominal a corto plazo a un nivel suficientemente alto como para inducir ingresos de capital y la apreciación del tipo de cambio nominal (ver gráfico 3). El resultado de este mix de políticas —flexibilizar la política fiscal y volver más estricta la política monetaria— fue una gran apreciación de la tasa de cambio real acompañada por una rápida desinflación del 2003 al 2006.

Gráfico 3. Inflación, tasa de interés real y superávit primario/PBI



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil y del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística.

³ De acuerdo con el teorema de Haavelmo del multiplicador del presupuesto equilibrado —ver Haavelmo, 1945—, un incremento de los gastos del gobierno financiado mediante un aumento de los ingresos por impuestos origina un aumento del producto real equivalente al incremento del gasto de gobierno. Ello implica decir que el multiplicador del gasto del gobierno es igual a uno.

La mejora en los términos de intercambio después de 2006 reforzó la tendencia al aumento de la tasa de cambio, forzando al Banco Central brasileño a hacer intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario vía una acumulación masiva de reservas para impedir una excesiva sobrevaluación. El alto nivel de la tasa de interés de corto plazo en Brasil, combinado con la apreciación de la tasa de cambio nominal, hicieron que estas intervenciones esterilizadas fuesen demasiado costosas para las autoridades monetarias, lo que incrementó el déficit nominal y, por lo tanto, hizo que la estabilización, la reducción de la deuda pública y el crecimiento del PBI se hiciera cada vez más difícil.

Las autoridades monetarias de Brasil estaban frente a un claro dilema. Debido al comportamiento de la política fiscal, mantener la inflación dentro de los límites del régimen de metas de inflación requería una política monetaria estricta. Esta combinación de políticas causó una apreciación de la tasa de cambio que se vio reforzada por la mejora de los términos de intercambio. Para impedir una sobrevaluación excesiva de la tasa de cambio, el Banco Central tuvo que intervenir en el mercado cambiario a través de una acumulación de reservas masivas. Pero esta intervención fue demasiado costosa debido a que la tasa doméstica de interés era demasiado alta. Además, se requería que la apreciación de la tasa de cambio mantuviera una inflación estable y baja ante una política fiscal expansionista. Al final, el Banco Central de Brasil intentó un punto intermedio entre los objetivos de estabilización de la inflación y el manejo de la tasa de cambio: la acumulación de reservas se llevaría a cabo a un ritmo que podría impedir una sobrevaluación excesiva, pero no a una tasa que pudiese poner en peligro la tasa de inflación meta.

El compromiso falló y el Banco Central tampoco pudo evitar una sobrevaluación excesiva; tampoco se logró el objetivo de meta de inflación de 4,5% por año después de 2009. El resultado fue una inflación con estagnación de 2011 en adelante. El trípode macroeconómico no fue suficiente para asegurar la estabilidad macroeconómica.

De 2006 a 2013, el Banco Central realizó enormes intervenciones esterilizadas —y también no esterilizadas— en el mercado cambiario vía una masiva acumulación de reservas (ver gráfico 3) para detener o reducir la tendencia al alza de la tasa de cambio real. Estas intervenciones no dieron resultado. Una sobrevaluación persistente de la tasa de cambio real fue la norma en la economía brasileña hasta 2015.

¿Por qué la acumulación de reservas no logró revertir la sobrevaluación de la tasa de cambio real? La razón fundamental es, sin duda, la ausencia de un objetivo de tasa de cambio real para la política macroeconómica (ver Frenkel, 2014). La arquitectura del trípode macroeconómico no facilita a los responsables de las políticas los instrumentos de política requeridos para estabilizar las tasas de cambio reales a un nivel objetivo. Sería particularmente necesario no solo hacer intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario a través de la acumulación de reservas, sino que la política fiscal también tiene que diseñarse para impedir que la absorción doméstica crezca a un ritmo más rápido que el PBI. Esto significa que el objetivo de una política fiscal no puede ser solo la estabilización de la deuda pública como proporción del PBI, sino también estabilizar la tasa de cambio real a un nivel competitivo.

Respecto del comportamiento de la inflación, es importante subrayar que el régimen de metas de inflación en Brasil no funcionaba bien. En efecto, en los primeros años después de su implementación, desde 1999 a 2003, la inflación objetivo se alcanzó en un año (2000). En 1999, la inflación estaba dentro de la banda de inflación, pero en todos los demás años, la inflación estaba por encima del límite de inflación. De 2004 a 2010, el desempeño mejoró ya que la inflación osciló cerca o por debajo del objetivo en 2006, 2007 y 2009, y dentro de la banda pero sustancialmente mayor que el objetivo en 2004, 2005, 2008 y 2010. Desde 2011 la inflación estuvo siempre por encima del objetivo, pero dentro de la banda, hasta 2014. Finalmente, en 2015 la inflación fue mucho más alta que el límite de 6,5% por año.

De 1999 a 2003 las dificultades en llegar al objetivo de inflación se debieron principalmente a que se redujeron las metas de inflación, de 8% en 1999 a 3,25% en 2003. La adopción de un objetivo constante para la inflación de 4,5% por año del 2006 en adelante —con una banda de $\pm 2,5\%$ — combinada con una fuerte apreciación del tipo de cambio permitieron que la inflación permaneciera dentro de la banda y más o menos cerca al objetivo de 4,5% anual hasta el 2010. Sin embargo, de 2011 en adelante, la inflación permaneció cerca de 6% por año, muy cerca al límite de 6,5% y lejos del objetivo de 4,5% por año. ¿Qué factores explican este comportamiento de la tasa de inflación?

El primer factor es el fin del ciclo de apreciación del tipo de cambio real. Desde 2003 hasta 2010, el tipo de cambio real se apreció enormemente debido a la combinación de mejores términos de intercambio y a la reducción en la prima por riesgo soberano. Esta apreciación del tipo de cambio real permitió que la inflación permaneciera en niveles bajos y estables al mismo tiempo que la tasa de interés real se reducía gradualmente. Sin embargo, desde 2011, la tendencia de apreciación se revirtió parcialmente cuando el Banco Central de Brasil finalmente reconoció que este curso estaba destruyendo la competitividad externa de la industria manufacturera brasileña. La respuesta en términos de política fue reducir la tasa de interés nominal a corto plazo y permitir un incremento de la inflación doméstica para abrir un espacio de política para la depreciación del tipo de cambio. En otros términos, el Banco Central de Brasil decidió flexibilizar el régimen de metas de inflación.

El problema con esta opción de política es que el espacio creado para la depreciación del tipo de cambio nominal no bastaba para permitir una corrección visible del tipo de cambio real sin hacer que la inflación superase el límite de 6,5% anual. Para ello sería necesario cumplir con otras condiciones. La primera, el problema fiscal

estructural tenía que resolverse para generar un cambio en la combinación de política fiscal y monetaria. La apreciación del tipo de cambio real era el resultado de una política monetaria estricta combinada con una política fiscal relajada. Para que ocurra una depreciación no inflacionista del tipo de cambio real, se requería combinar una política monetaria relajada con una política fiscal estricta, lo cual requeriría la estabilización y reducción de los gastos primarios como proporción del PBI.

La segunda condición está relacionada con la política salarial. Desde el 2007, el sueldo mínimo en Brasil fue determinado por la ley en una tasa igual a la inflación del año previo medido según el índice de precios al consumidor (IPC) más la tasa de crecimiento real del PBI dos años antes. Esta regla resultó en un crecimiento de sueldo mínimo muy por delante de las ganancias relacionadas a la productividad. Como en Brasil la estructura salarial está organizada de tal manera que los trabajadores de los sectores formales e informales ganen un múltiplo del sueldo mínimo —el denominado efecto numérico—, el crecimiento salarial que va por delante de los aumentos de la productividad se esparce por toda la economía, lo que provoca un incremento en el costo unitario de la mano de obra, y reduce las utilidades en la industria manufacturera y una presión inflacionista en sectores no comerciales. Esta regla que estipula los aumentos salariales creó, claramente, una fuente autónoma de presión inflacionista que limitó el espacio del Banco Central para formular políticas que indujesen una depreciación del tipo de cambio nominal, sin poner en peligro el régimen de metas de inflación.

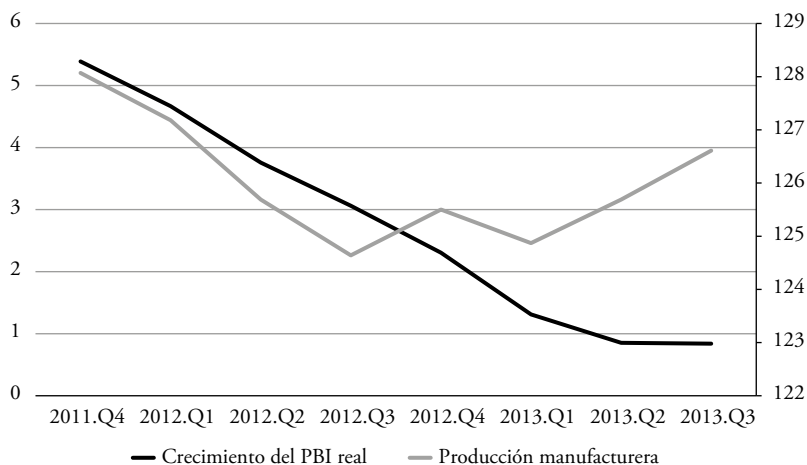
CAMBIO ESTRUCTURAL, ESTANCAMIENTO Y LA NUEVA MATRIZ MACROECONÓMICA (2011-2013)

Desindustrialización y estancamiento de la economía brasileña

La sobrevaluación del tipo de cambio observada del 2006 en adelante indujo una sustitución de la producción interna por importaciones en la industria manufacturera. En efecto, el coeficiente de penetración de importaciones se incrementó de 15,9% en I2010 a 18,7% en IV2011. Este cambio estructural del sector manufacturero brasileño resultó el estancamiento del producto manufacturero desde el inicio de 2011 en adelante. Después de una rápida recuperación de los efectos de la crisis financiera internacional, el producto de la industria manufacturera permaneció bastante constante al inicio del 2011, a pesar de que la economía brasileña seguía creciendo a una tasa más alta, aunque menor que antes. La industria manufacturera estaba claramente perdiendo dinamismo debido a la sobrevaluación del tipo de cambio real. La sobrevaluación del tipo de cambio real estaba produciendo un cambio estructural negativo en la economía brasileña, lo que redujo la participación de la producción manufacturera en el PBI (ver gráfico 4).

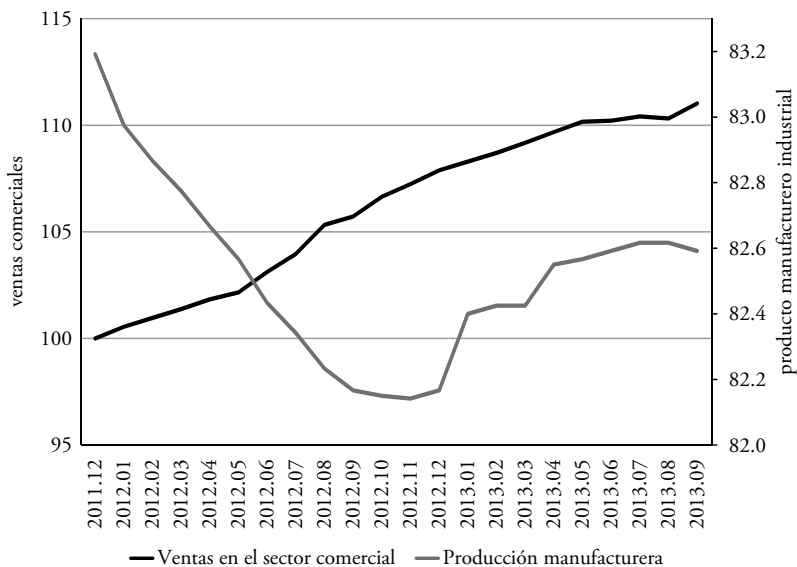
Desde IV2011 hasta III2013, la economía brasileña experimentó una fuerte desaceleración del crecimiento. De hecho, el promedio móvil de 12 meses del crecimiento del PBI real cayó de 5,39% por año en IV2011 a 0,84% por año en III2013.Q3. Además, el promedio móvil de 12 meses del producto de la industria manufacturera había caído en 1,55% durante este periodo. Después de una recuperación de la crisis financiera de 2008, la producción de la industria manufacturera de Brasil empezó a estancarse, y esta situación estaba ralentizando el crecimiento del PBI. El crecimiento económico más lento no se debía a un «descenso cíclico» debido a un problema keynesiano de insuficiencia de demanda agregada. El problema parecía ser más bien estructural: la tasa de crecimiento potencial estaba cayendo.

Gráfico 4. Crecimiento del PBI real y producto de la industria manufacturera (IV2011-III2013)



Fuente: elaboración propia con datos de Ipeadata.

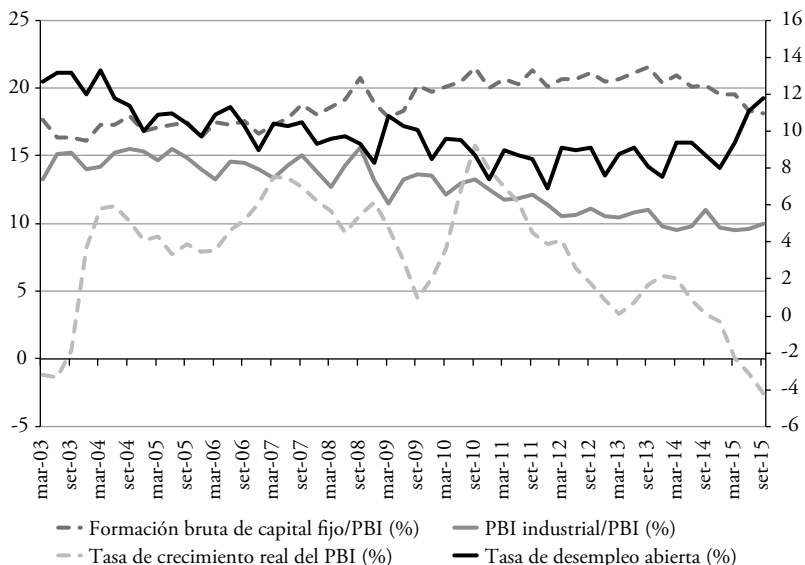
Una manera de ver que la desaceleración del crecimiento no se debió a una caída de la demanda agregada es comparar el comportamiento de las ventas en el sector comercial con el comportamiento del producto industrial manufacturero. Como podemos ver en el gráfico 5, a pesar de que el producto manufacturero declinó hasta fin del 2012, las ventas en el sector comercial estaban creciendo a una robusta tasa promedio de 5,62% por año en términos reales. Por lo tanto, el problema no parecía ser una insuficiencia de demanda agregada, pero las empresas industriales brasileñas revelaban una incapacidad para tener acceso a la demanda efectiva. Esto significa que el estancamiento de la economía brasileña estaba más relacionado con la apreciación del tipo de cambio real que con la competitividad de la industria manufacturera brasileña, tanto en los mercados externos como internos (ver Bresser-Pereira, Oreiro & Marconi, 2014, capítulo 6).

Gráfico 5. Producto industrial manufacturero y ventas en el sector comercial (2011.12-2013.09)

Fuente: elaboración propia con datos de Ipeadata.

El estancamiento del producto industrial manufacturero combinado con una fuerte expansión de la demanda interna provocó la continuación de la desindustrialización de la economía brasileña medida por la participación de la industria manufacturera en el PBI (gráfico 6). Debido a que la industria manufacturera es fuente de retornos crecientes (Thirwall, 2002), este cambio estructural produjo una reducción de la tasa de crecimiento potencial. La desindustrialización de la economía brasileña no debe ser subestimada. Desde IV2008 hasta IV2014, el promedio móvil de 12 meses de la participación manufacturera en el PBI había caído 32,13%, de 14,75% a 10,01%.

Gráfico 6. Participación de la manufactura en el PBI, tasa de inversión, crecimiento real del PBI y desempleo



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central y del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística.

La caída de la «nueva matriz macroeconómica»

Frente a la desaceleración del crecimiento del PBI y un estancamiento del producto industrial desde el 2011, el gobierno brasileño respondió con una flexibilización de la política monetaria y fiscal, tratando de impulsar la demanda agregada. Uno de los objetivos de la flexibilización de la política monetaria fue inducir una depreciación del intercambio nominal para reducir o incluso eliminar la sobrevaluación de la tasa de tipo de cambio real. Esto significa que la política monetaria del Brasil incorporó como uno de sus objetivos la estabilización del tipo de cambio real, pero sin un compromiso explícito de objetivo para los tipos de cambio nominal o real.

Para impedir un conflicto entre la estabilización del tipo de cambio y el control de la inflación la solución fue ampliar de manera «informal» el periodo de convergencia de un año al «periodo relevante para que opere la política monetaria», lo cual significa, en la práctica, que la autoridad monetaria no asume compromiso con un periodo definido para que la inflación converja hacia el centro de la meta (4,5% por año), a pesar de que la inflación anual debía estar por debajo del límite (6,5% por año). Esto significa que, para lograr un ajuste de tipo de cambio real, el Banco Central de Brasil toleraría una tasa de inflación más alta, entre 5,0% y 5,5% por año, en vez de 4,5% por año. Se estaba aceptando una tasa de inflación más alta para tener un mayor tipo de cambio real.

Junto con la flexibilización de la política monetaria, el Banco Central de Brasil trató de seguir con su intervención en los mercados cambiarios extranjeros comprando reservas internacionales (ver gráfico 3). De 2011 a 2012, el Banco Central continuó incrementando las reservas internacionales a una tasa de casi 20% por año, como en años previos —después de 2006—. Sin embargo, desde el 2012 en adelante, la tasa de acumulación de reservas se redujo y luego se revirtió en 2014. Claramente, la política de acumulación de reservas estaba llegando a sus límites. El gran volumen de las reservas internacionales junto con el tamaño y el costo de las operaciones de REPO estaban haciendo que la acumulación de reservas fuese una política muy costosa para el gobierno brasileño y, debido a las dificultades fiscales crecientes del tesoro nacional después del 2013, la intervención en los mercados cambiarios extranjeros a través de la acumulación de reservas se detuvo en el 2014⁴.

⁴ Otro problema fue la resiliencia de la inflación de cerca de 6% por año en el periodo 2011-2013. Si la inflación promedio fue de 5,15% en el segundo periodo del Presidente Lula, en el periodo de 2011 a 2013, la inflación promedio ascendió a 6,08% por año. Luego de las protestas populares de 2013, las condiciones políticas en Brasil hicieron imposible que el gobierno tolerara una aceleración de la inflación, lo que generó que el Banco Central renunciara a su intento de ajustar la tasa de cambio real a un nivel más competitivo.

Respecto a la política fiscal, el Ministerio de Finanzas decidió que una reducción del superávit primario/PBI era posible y necesario. La reducción de la tasa de interés real gracias a la flexibilización de la política monetaria había reducido el superávit primario/PBI que debía estabilizar la deuda pública neta como proporción del PBI. Esto significó que se había creado un «espacio fiscal» que permitió relajar la política fiscal. Aparte de esto, la desaceleración del crecimiento observada después del 2011 la débil demanda agregada requeriría un poco de estímulo fiscal. El problema no era si se necesitaba o no un estímulo fiscal, sino más bien qué tipo de estímulo fiscal era necesario. La decisión del Ministro de Finanzas, Guido Mantega, fue usar el espacio fiscal para promover una ronda semipermanente de reducción de impuestos para el sector productivo —sobre todo la industria automotriz— y los consumidores en vez de aumentar la inversión pública, tal como argumentaba el viceministro Nelson Barbosa. El impacto de esta decisión sobre la evolución del superávit primario fue negativo. El objetivo declarado del nuevo régimen macroeconómico según el ministro de Finanzas Guido Mantega fue producir un cambio en la combinación de la tasa de interés y del tipo de cambio hacia tasas de interés real y nominal más bajas y un tipo de cambio real más competitivo para (i) impulsar la acumulación de capital y el crecimiento económico a mediano plazo; y (ii) estimular la industria manufacturera y revertir la desindustrialización de la economía brasileña.

¿Cuál fue el resultado de la denominada «nueva matriz macroeconómica»? El crecimiento prácticamente se estancó y alcanzó un promedio de solo 1,73% por año. A pesar de la desaceleración del crecimiento, la brecha de producción fue positiva en promedio durante este periodo, indicando que la economía brasileña estaba creciendo por encima de su potencial y también que el potencial de crecimiento se había reducido. Respecto a la situación de la industria manufacturera, el producto se incrementó en 2013 en comparación al 2012, pero no volvió al promedio observado al final del 2011 (ver gráfico 4). Como consecuencia,

la desindustrialización siguió su curso con una participación manufacturera de 10,29% en el I2014 (ver gráfico 6).

El fracaso de la «nueva matriz macroeconómica» se puede explicar parcialmente por el comportamiento del tipo de cambio real (ver gráfico 1). El tipo de cambio real se depreció, pero este movimiento no bastó para restaurar el tipo de cambio real al nivel observado en I2006, cuando parecía convenir mucho a la industria manufacturera y la cuenta corriente. En comparación al nivel del I2006, la tasa de cambio real siguió con una sobrevaluación de 12,23% en el IV2013. La característica más sorprendente de este es que fue incapaz de estimular el crecimiento económico. La economía brasileña estaba experimentando una situación clásica de «reducción de utilidades» (ver tabla 1), con un claro y fuerte efecto negativo en la tasa de acumulación de capital y un efecto moderado en la formación bruta de capital fijo respecto del PBI (FBCF/PBI).

Tabla 1. Evolución de ROE, Selic/Over, tasa de acumulación de capital y FBCF/ PBI (2010-2014)

Año	ROE (1)	Tasa de interés nominal (2)	Tasa de acumulación de capital (3)	FBCF/PBI
2010	16,5%	9,8%	35%	20,65%
2011	12,5%	11,7%	12%	20,64%
2012	7,2%	8,5%	-4,4%	20,47%
2013	7,0%	8,2%	7,5%	20,43%
2014	4,3%	10,9%	0%	19,55%

Nota: (1) y (2) son promedios. (3) y (4) son fin de periodo.

Fuente: elaboración propia con datos de Rocca (2015).

EL FIN DEL AUJE DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, LA CRISIS FISCAL Y LA «GRAN RECESIÓN» (2014-2015)

De 2009 a 2011, los términos de intercambio de la economía brasileña experimentaron una significativa mejora. Como podemos ver en El gráfico 2, los términos de intercambio se incrementaron de 99,87 en el primer trimestre de 2009 a 132,67 en el tercer trimestre de 2011, o, prácticamente, 33% de aumento. Esta mejoría se debió principalmente al aumento de los precios de las exportaciones, que subieron de 120,9 en 2009 a 179 en 2011. En comparación con 2006, los precios de las exportaciones eran 79% superiores a fines de 2011 (tabla 2).

A partir de 2012, los términos de intercambio empezaron a deteriorarse, pero permanecieron a un nivel relativamente superior hasta principios de 2014. Al final de dicho año, los términos de intercambio iniciaron una nueva caída y retornaron al nivel prevaleciente en 2006.

El deterioro de los términos del intercambio tuvo como consecuencia una aguda depreciación de la tasa de cambio real como muestra el gráfico 2. Debido al incremento del precio de los bienes transables causado por la depreciación de la tasa de cambio, el ingreso real por trabajador empezó a disminuir a partir del tercer trimestre de 2014.

Tabla 2. Evolución de los precios de las exportaciones brasileñas (2006-2014)

Año	Total	Primarios	Manufacturados	Semimanufacturados
2006	100	100	100	100
2007	110,51	114,53	108,39	110,87
2008	139,61	161,77	125,97	138,91
2009	120,9	133,73	118,62	110,76
2010	145,72	173,96	128,69	142,92
2011	179,52	228,41	146,77	172,85
2012	170,65	209,71	146,35	161,03
2013	165,22	206,7	142,19	144,84
2014	156,48	188,3	140,81	138,78

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Funcex.

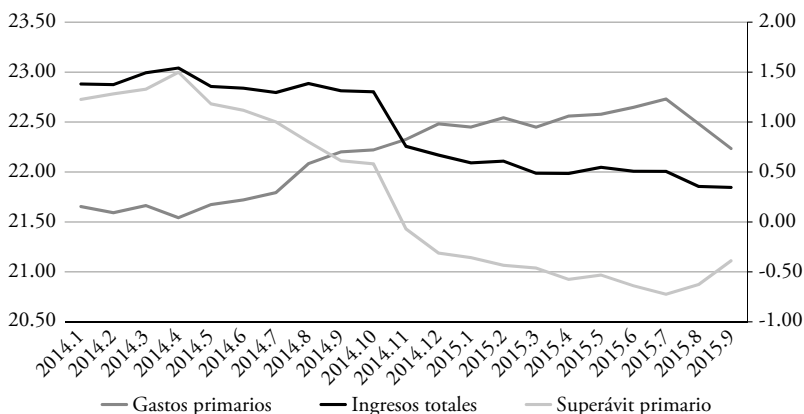
El fracaso de la nueva matriz macroeconómica, combinado con la aceleración de la inflación a partir del tercer trimestre de 2013, indujo al Banco Central de Brasil a poner fin a un periodo sin precedentes de menores tasas de interés reales y nominales. En el segundo semestre de 2013, la autoridad monetaria inició el ajuste de la tasa de interés nominal de corto plazo, incrementando la tasa Selic/over de 7,15% por año en el primer trimestre de 2013 a 14,25% por año en el tercer trimestre de 2015. Durante el mismo periodo, la tasa de inflación aumentó de 6,59% por año a 9,49% por año, superando el techo de ITR (6,5% por año) y acercándose a una cifra de dos dígitos por primera vez en casi diez años. La tasa de interés real aumentó a una menor velocidad que la tasa nominal, de 0,53% al año el primer trimestre de 2013 a 4,26% al año en el tercer trimestre de 2015.

La combinación del deterioro de los términos del intercambio, la depreciación de la tasa de cambio y la aceleración de la inflación también forzaron a las autoridades monetarias a dar por concluida la política de acumulación de reservas que se inició en 2006. A partir de 2013, el problema que enfrentaba el Banco Central de Brasil ya no era poner fin a la tendencia a la apreciación de la tasa de interés sino precisamente lo opuesto, es decir, suavizar la depreciación de la tasa de intercambio para poder moderar el aumento de la tasa de interés nominal de corto plazo que se requería para controlar la inflación.

Respecto de la política fiscal, la tendencia ascendente de los gastos primarios del gobierno central continuó después de 2014, ya que los gastos primarios como porcentaje del PBI se incrementaron de 21,65% en enero de 2014 a 22,73% en agosto de 2015. Los ingresos totales como porcentaje del PBI, sin embargo, empezaron a disminuir después de mayo de 2014 debido al estancamiento y posterior contracción de la actividad económica. Como podemos apreciar en el gráfico 7, los ingresos totales como porcentaje del PBI disminuyeron de 23,04% en abril de 2014 a 21,85% del PBI en setiembre de 2015. En consecuencia, el superávit primario como porcentaje del PBI disminuyó de 1,23% a -0,39% del PBI.

Vale la pena subrayar que los esfuerzos del nuevo ministro de Finanzas, Joaquín Levy, para realizar un ajuste fiscal en 2015 y aumentar el superávit primario a 1,1% del PBI fracasaron completamente. La primera razón es que los gastos primarios solamente empezaron a disminuir después de julio de ese año, de 22,73% a 22,23% en setiembre, una disminución de apenas 0,5% del PBI⁵. La segunda razón está relacionada con los efectos de la recesión sobre los ingresos totales. Entre enero y setiembre de 2015, los ingresos totales como porcentaje el PBI disminuyeron de 22,09% a 21,85%, una disminución de 0,24% del PBI, y casi la mitad de la reducción del gasto primario.

Gráfico 7. Evolución de los ingresos totales, gastos primarios y superávit primario (2014.01-2015.09)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central del Brasil. El superávit primario aparece en el eje derecho.

⁵ La inercia de los gastos primarios se debe a las rigideces del presupuesto federal brasileño ya que casi el 90% de los gastos no pueden reportarse sin autorización explícita del Congreso de la Nación o cambios constitucionales. Un 10% del presupuesto federal que se puede modificar mediante decisiones discrecionales del ministro de Finanzas está compuesto principalmente por inversiones públicas, lo que significa que el ajuste fiscal en Brasil tiende a realizarse mediante el recorte de los gastos de inversión públicos, con efectos negativos para el crecimiento potencial de la economía brasileña.

El desempeño macroeconómico durante este periodo fue sumamente deficiente. Entre el primer trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2015, la tasa promedio de crecimiento fue -0,99% por año, evidenciando el peor resultado desde la implementación del trípode macroeconómico. En el tercer trimestre de 2015, el PBI disminuyó a una tasa anual de 4,21%, evidenciando que la recesión se estaba convirtiendo en depresión. Aunque el crecimiento potencial cayó debido a la desindustrialización, la economía brasileña ahora estaba creciendo por debajo de sus posibilidades debido a la insuficiente demanda agregada. La inflación promedio aumentó a 7,48% por año, pero alcanzó casi 10% anual en el tercer trimestre de 2015. Por consiguiente, la economía brasileña estaba experimentando una profunda recesión simultáneamente con la aceleración de la inflación, es decir, un caso típico de estanflación. La recesión hizo que la tasa de desempleo aumentara a casi 12% de la fuerza de trabajo en el tercer trimestre de 2015. ¿Qué factores explican este colapso del desempeño macroeconómico después de 2014?

La primera causa de la contracción de la demanda agregada fue la reducción de la tasa de inversión, que había disminuido a 20,92% del PBI en el primer trimestre de 2014 a 18,12% del PBI en el tercer trimestre de 2015, es decir, una caída de 2,8% del PBI en menos de dos años. Esta contracción de la demanda por inversión es sin lugar a dudas el resultado de una caída del ROE («*return on equity*») que disminuyó por debajo de la tasa de interés segura después de 2012, como vimos en la última sección. Es decir, como resultado de una contracción de las utilidades. Más aún, los escándalos públicos que se originaron en las investigaciones policiales sobre corrupción —la llamada «Operación Lava-Jato»— en Petrobras provocó una importante crisis política y una seria amenaza de revocatoria («*impeachment*») de la presidenta Dilma Rousseff. Esta crisis también tuvo un efecto claro y negativo —pero, hasta el momento, todavía no cuantificado— en los gastos de inversión del sector privado, ya que incrementó la percepción de incertidumbre

en el entorno económico. Por último, el deterioro de los términos de intercambio también tuvo un efecto negativo en la rentabilidad de los proyectos de inversión de la industria minera —petróleo y mineral de hierro—, que habían cobrado creciente importancia durante el auge de los productos básicos (*commodities*).

La segunda causa fue la enorme contracción del ingreso real por trabajador desde principios de 2015. Como podemos apreciar en el gráfico 2, en el primer semestre de 2015, el ingreso real por trabajador empezó a disminuir a una tasa sumamente acelerada, con los efectos esperados en el gasto de consumo. La caída del ingreso real por trabajador fue consecuencia de la aceleración de la inflación que se produjo en 2015, junto con el aumento de la tasa de desempleo.

Por último, el deterioro de los términos de intercambio tuvo como consecuencia una aguda disminución del valor de las exportaciones, medido en dólares de Estados Unidos. De hecho, el valor promedio de 12 meses de las exportaciones mensuales se redujo de US\$ 18,75 mil millones en diciembre de 2014 a US\$ 16,33 mil millones en setiembre de 2015, una caída promedio de 12,94% del valor de las exportaciones mensuales.

RETOS MACROECONÓMICOS PARA RESTABLECER EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL BRASIL: LOS FUNDAMENTOS DE UN NUEVO RÉGIMEN DE POLÍTICA MACROECONÓMICA

En las últimas secciones vimos que la desaceleración del crecimiento en el Brasil después de 2011 tiene como causa estructural la desindustrialización y reprimarización de las exportaciones, causada por la sobrevaluación crónica del tipo real de cambio. Esta sobrevaluación fue consecuencia tanto de la mejora de los términos de intercambio —la enfermedad holandesa causada por el auge de los productos básicos—, principalmente después de 2006, y la tendencia al crecimiento de los gastos primarios como porcentaje del PBI. En el segundo semestre de 2015,

sin embargo, los términos de intercambio parecían haber regresado al nivel observado a fines de 2005, lo que indujo una depreciación de la tasa real de cambio a un nivel compatible con el equilibrio industrial. De hecho, de setiembre de 2014 a setiembre de 2015, la tasa nominal de cambio cayó en 62,10%, a cerca de R\$3,97, a principios de octubre. Si tomamos en cuenta la tasa de cambio de equilibrio industrial, obtendremos un valor de R\$3,60 por dólar como nivel adecuado de la tasa de cambio nominal⁶. Esto significa que se había realizado el ajuste de la tasa de cambio. A partir de ahora el reto consiste entonces en evitar una nueva ronda de apreciación de la tasa de cambio.

Para mantener el tipo de cambio real a un nivel estable, sostenible y competitivo a mediano plazo es necesario estancar la tendencia al crecimiento de los gastos primarios como porcentaje del PBI. Ello permitiría modificar la combinación de políticas económicas para adoptar una combinación de política monetaria laxa y política fiscal restrictiva, que tendría como consecuencia una reducción de la tasa real de interés. Con una tasa de interés cercana al nivel internacional —ajustada según la prima de riesgo soberano—, la presión a una apreciación de la tasa de cambio disminuiría significativamente, lo que permitió que el Banco Central administre la tasa de cambio a nivel competitivo a mediano plazo mediante intervenciones de esterilización en el mercado de cambios.

Una vez que se detuvo la tendencia al crecimiento del gasto primario respecto del PBI⁷, se debió introducir una nueva regla meta para el superávit primario/PBI, para garantizar la fijación de metas de tasa de cambio real a nivel competitivo. Esto significa que el objetivo de política fiscal

⁶ Ver en Marconi (2012) una metodología para estimar el nivel de la tasa de intercambio de equilibrio industrial. Nuestros estimados de la tasa de intercambio de equilibrio industrial se basan en los estimados de Marconi para 2011, actualizados según el diferencial de inflación entre Brasil y los Estados Unidos entre 2012 y 2015.

⁷ Ello requiere una reforma fiscal estructural con cambios en la seguridad social y la regla de salario mínimo.

ya no se limitaría a la estabilización de la deuda pública, como sucedió durante el trípole macroeconómico, sino también implica administrar la tasa de cambio real a un nivel competitivo a mediano plazo.

La nueva regla para fijar el objetivo del superávit primario se puede apreciar en la ecuación (1), a continuación:

$$s_t = \bar{s} + \delta(g_{a,t-1} - g_{y,t-1}); \delta > 0 \quad (1)$$

Donde: s_t es la meta de superávit primario en el año t ; \bar{s} es el ratio superávit primario/PBI que se requiere para estabilizar la relación deuda pública/PBI a largo plazo; $g_{a,t-1}$ es la tasa de crecimiento de la absorción interna en el año $t-1$; y $g_{y,t-1}$ es la tasa de crecimiento del PBI en el año $t-1$.

Según la ecuación (1), cuando la absorción interna estaba creciendo a una tasa superior que el PBI, la autoridad fiscal debe incrementar la meta de superávit primario como proporción del PBI por encima del nivel requerido para estabilizar la relación deuda pública/PBI, de tal manera que disminuya la tasa de crecimiento de la absorción interna y se evite una apreciación real de la tasa de cambio. Si la absorción interna crece a una tasa menor que el PBI, entonces la política fiscal puede relajarse mediante una reducción de la relación superávit primario/PBI a un nivel por debajo del requerido para la estabilización de la deuda pública de manera que aumente la tasa de crecimiento de la absorción interna y se evite una depreciación de la tasa real de cambio por encima del nivel de equilibrio industrial.

Esta regla es compatible tanto con la estabilización del ratio deuda pública/PBI a largo plazo como con la fijación de una meta de tasa de cambio a nivel competitivo. De hecho, a la tasa de crecimiento de largo plazo de la absorción doméstica tenía que ser igual a la tasa de crecimiento del PBI ya que el superávit o déficit en cuenta corriente como porcentaje del PBI no pueden crecer indefinidamente. En consecuencia, una regla de fijación del superávit primario como la que aparece en (1) generará el superávit primario necesario para la estabilización

de la deuda pública. No obstante, a mediano plazo, la regla otorga flexibilidad a la autoridad fiscal para que trate de estabilizar la tasa de cambio real al nivel del equilibrio industrial.

¿Qué valor debe tener \bar{s} para estabilizar la relación deuda pública/PBI a largo plazo? Según Montiel (2011, capítulo 9), el nivel de superávit primario/PBI requerido para estabilizar la relación deuda pública bruta/PBI queda determinado por:

$$s = (r - g)d(0) - (\pi + g)m \quad (2)$$

Donde: r es la tasa de interés real, g es la tasa de crecimiento del PBI real, $d(0)$ es el valor inicial de la relación deuda pública bruta/PBI, π es la tasa de inflación y m es la relación entre base monetaria y PBI.

En diciembre de 2015, la deuda pública neta/PBI era 43,1%, o 9,1% de incremento con relación al PBI en doce meses. En 2016, se espera que el sector público presente un déficit primario de 1,5% del PBI, debido al efecto sostenido de la recesión en los ingresos fiscales. No se espera alcanzar un excedente primario antes de 2018, cuando la tasa deuda pública neta/PBI habrá llegado al 60%. Vamos a asumir esta cifra como valor inicial de la relación deuda pública neta/PBI.

Respecto a otros parámetros, el valor promedio de la relación base monetaria/PBI en 2015 fue 4,08% y no vemos razón para esperar una modificación de dicho ratio. Desde el punto de vista de las proyecciones a largo plazo, es razonable asumir que la inflación permanecerá dentro del rango objetivo, que fijaremos en 4,5% anual como cifra de inflación a largo plazo. Respecto a la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PBI real, resulta imposible contar con una estimación puntual. Asumamos que la tasa de interés real podría oscilar en el intervalo de 2,0% y 4,0% anual, una vez que se haya llevado a cabo el ajuste fiscal. Respecto a la tasa de crecimiento real, asumiremos que oscilará entre 1,5% y 3,5% anual, lo que depende del éxito que se alcance en la fijación de una tasa real de cambio a nivel competitivo para inducir la reindustrialización del Brasil.

Los valores de la relación superávit primario/PBI que se requiere para estabilizar la relación deuda pública neta/PBI aparecen en la tabla 3.

Tabla 3. Superávit primario/PBI requerido para diferentes combinaciones de tasa de interés real y crecimiento del PBI real

	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
2,00%	0,05%	-0,27%	-0,59%	-0,91%	-1,23%
2,50%	0,35%	0,03%	-0,29%	-0,61%	-0,93%
3,00%	0,65%	0,33%	0,01%	-0,31%	-0,63%
3,50%	0,95%	0,63%	0,31%	-0,01%	-0,33%
4,00%	1,25%	0,93%	0,61%	0,29%	-0,03%
Señoreaje	0,25%	0,27%	0,29%	0,31%	0,33%

Fuente: elaboración propia con datos de Ipeadata. Las tasas de interés reales aparecen en la columna de la izquierda y las tasas de crecimiento del PBI Real aparecen en la fila superior.

¿Qué valor de \bar{s} debería tomarse en cuenta? En una situación de incertidumbre k —incertidumbre en el sentido de Keynes-Knight— como el que se enfrenta, el criterio para la elección racional es MMEU —utilidad esperada MaxMin—, es decir, elegir el curso de acción que produzca el mejor resultado en el peor escenario posible (Vercelli, 1991, p. 87). Evidentemente, el peor escenario es aquel que requiere un superávit primario de 1,25% del PBI.

Este valor del superávit primario debe ser suficientemente elevado para estabilizar la deuda pública neta como porcentaje del PBI al 60%, en la peor combinación de tasa de interés real y tasa de crecimiento real del PBI. Sin embargo, estabilizar la deuda pública neta a un valor tan elevado no es una buena elección de política. Aunque no existe un claro umbral de la relación deuda pública neta/PBI por encima del cual el sector público caería en la insolvencia, puede existir un límite superior del tamaño de la relación superávit primario/PBI requerido debido a consideraciones económicas y políticas. Ya que el superávit primario requerido es de por sí una función positiva del nivel de deuda pública/PBI, una reducción gradual de la relación deuda pública/PBI

parece ser una buena idea para mantener un margen de seguridad al que pueda recurrirse en el futuro. En otras palabras, se necesita reducir la relación deuda pública a PBI a un menor nivel —por decir, 30% del PBI— para crear espacio fiscal como medida de precaución frente a futuras recesiones. Debido a estas consideraciones, una relación superávit primario/PBI de 2,0% parecería adecuada para la economía brasileña.

Tomando en cuenta que las proyecciones del mercado para 2016 apuntaban a un déficit primario de 1,5% del PBI, se requería un ajuste fiscal significativo, del orden del 2,0% del PBI. Esto significa que sería necesario un incremento de 3,5% del PBI en el superávit primario. Aproximadamente 30% del incremento necesario del superávit primario provendría de la recuperación cíclica de la economía. Por ejemplo, en abril de 2014, la economía brasileña no se encontraba en recesión y los ingresos tributarios del gobierno central alcanzaron 23,04% del PBI. Un año después, la economía había entrado en recesión y los ingresos fiscales cayeron a 21,98% del PBI, es decir, una reducción de 1,06% del PBI en los ingresos totales del gobierno central debido a los efectos de la recesión en los ingresos fiscales.

Según Salto y Marconi (2015), se puede lograr beneficios potenciales mejorando la eficiencia del sistema de compras y bienes del gobierno⁸. Entre 2005 y 2014, el cambio acumulado del deflactor del PBI de la administración pública fue 128,6%, pero solo 88,5% en el sector privado. Esto significa que la inflación para la administración pública fue 40 puntos porcentuales superior que para el sector privado. Esta divergencia de la inflación entre la administración pública y el sector privado se debe a las demoras frecuentes en los pagos que la administración pública tiene que realizar por sus adquisiciones de bienes y servicios al sector privado, lo que se hace solo para maquillar las estadísticas contables de la administración pública. Estas demoras inducen al sector privado a sobrevaluar sus ventas al gobierno. Debido a este sobreprecio, los gastos del sector

⁸ Ver <http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2015/08/1674874-ajuste-pode-ser-feito-sem-cortar-conquistas-sociais-importantes.shtml>

público son 2,6% del PBI superiores que sin el sobreprecio. Un simple cambio en la regla de pagos junto con la renegociación de todos los contratos del sector privado con la administración pública tendría como consecuencia un aumento del superávit primario de 2,5% del PBI.

Además del cambio en el régimen de política fiscal, también se requiere un cambio en la política de salario mínimo. Existe consenso entre los economistas brasileños de que la política de salario mínimo ha sido extremadamente importante en los últimos quince años para reducir la desigualdad de ingresos del Brasil⁹. Sin embargo, la política de salario mínimo que se diseñó después de 2007, según la cual el crecimiento del salario mínimo en el año t es determinado por la inflación del año precedente y el crecimiento real del PBI de los dos últimos años, tuvo como consecuencia una presión de fuentes autónomas inflacionarias debido al llamado «efecto sobre el numerario» que expandió el aumento del salario real antes que los aumentos de la productividad para la totalidad de la economía. Más aún, debido a que las transferencias sociales están significativamente indexadas al salario mínimo, esta regla también es una de las causas fundamentales de la tendencia al aumento de los gastos primarios respecto al PBI en el Brasil. Se debe diseñar una nueva regla para el salario mínimo.

Una nueva regla de salarios mínimos debe eliminar la indexación según la inflación previa, al mismo tiempo que asegura que se mantenga el poder adquisitivo del salario mínimo a mediano plazo. Una alternativa sería sustituir la inflación previa por una meta de inflación. Ya que a mediano plazo la inflación alcanzará el valor objetivo en un régimen de metas de inflación con éxito, esta sustitución sería compatible con la estabilidad del poder adquisitivo de los trabajadores.

También es necesario incorporar los aumentos de la productividad resultantes del desarrollo económico en el salario mínimo para producir un aumento «suavizado» del nivel de vida de las clases trabajadoras.

⁹ Ver Saboia (2015) y Lavinas (2013).

Una manera de hacerlo es reemplazar el crecimiento real del PBI para el año $t-2$ por un promedio móvil de cinco años para el año $t-2$ de crecimiento real del ingreso per cápita. Ya que en un patrón de crecimiento equilibrado del ingreso per cápita el crecimiento debe ser igual al crecimiento de la productividad, esta regla es compatible con un incremento no inflacionario del salario mínimo a mediano plazo.

El cambio del régimen de política fiscal combinado con el cambio de la política de salario mínimo daría como resultado un entorno de inflación mucho más estable, facilitando la fijación de metas de inflación por parte del Banco Central de Brasil. Ello, a su vez, permitiría reducir la tasa de interés nominal y real de corto plazo, dando como consecuencia una devaluación de la tasa de cambio, así como una reducción del déficit nominal del sector público debido al menor pago de intereses de la deuda pública. Esto no significa que no sea necesario introducir algunos cambios en el régimen de fijación de tasas de interés en el Brasil.

Respecto a dichas cuestiones, es necesario modificar el Formato institucional del régimen de fijación de metas de inflación para poder consolidar los cambios requeridos en la combinación de políticas macroeconómicas de manera que se cuente con una política monetaria más laxa¹⁰. En particular, es necesario modificar el periodo de convergencia para las metas de la inflación. Desde la introducción de metas de inflación en 1999, se fijó el periodo de convergencia en un año. En muchos países que utilizan metas de inflación, el periodo de convergencia es superior a un año. Por ejemplo, en Corea el periodo de convergencia se fijó en tres años y en Canadá en cinco años (Oreiro & Rocha, 2011). Un periodo de convergencia más corto dificulta que la autoridad monetaria pueda adaptarse a los *shocks* de la oferta, lo que induce a poner en práctica una política monetaria estricta mediante aumentos de las tasas de interés a corto plazo. Ello no constituye una

¹⁰ Ver en Squeff, Oreiro y De Paula (2009) una discusión acerca de la conveniencia de contar con un régimen de fijación de metas de inflación más flexible que las economías emergentes.

respuesta adecuada ni para la estabilización de la inflación ni del tipo de cambio. En vista de estas consideraciones, un periodo de convergencia de la inflación a tres años parecería ser un horizonte de compromiso razonable del Banco Central de Brasil.

Otra cuestión es el valor numérico de la meta de inflación. Desde 2006, la meta de inflación se fijó en 4,5% por año para el Brasil. Existe creciente consenso en el Brasil de que esta cifra es demasiado elevada para una meta a largo plazo ya que es mucho mayor que los niveles de inflación observados en los países desarrollados e incluso en algunos países en desarrollo. Una meta de largo plazo de 3,5% anual parecería ser más apropiada para la política monetaria brasileña.

Las expectativas del mercado para la inflación 2016 se encontraban al nivel de 7,5%. Esto significa que la meta de inflación de 4,5% debe mantenerse hasta 2019 o 2020, para evitar un ajuste innecesario y perjudicial de la política monetaria en los próximos años.

La tabla 4 muestra una propuesta concreta para la modificación del arreglo institucional para fijar metas de inflación en Brasil.

Tabla 4. Propuesta de meta de inflación 2016-2024

	2016-2018	2019-2021	2022-2024
Meta de inflación	4,5%	4%	3,5%
Banda	1,5%	1,0%	1,0%

Según la propuesta que aparece en la tabla 4, además del horizonte comprometido para la determinación de la meta de inflación a corto plazo hasta tres años, la convergencia a largo plazo de 3,5% al año podría alcanzarse a fines del periodo 2022-2024. Esto permite un horizonte de nueve años para una convergencia gradual de la inflación hacia la meta de largo plazo. Puesto que el horizonte de compromisos se ha ampliado a tres años, la banda de 2,0 puntos porcentuales de tolerancia para la inflación como la que se ve hoy día en Brasil parece ser excesiva.

Para reducir la volatilidad de las expectativas inflacionarias, la banda debe primero angostarse a 1,5 puntos porcentuales en 2016-2018 y luego a 1,0 puntos porcentuales a partir de 2019.

El cambio de políticas económicas de una combinación de políticas fiscales relajadas y políticas monetarias estrictas hacia una combinación de política fiscal estricta y política monetaria laxa es necesario, pero podría no bastar para alcanzar una tasa de cambio real estable, sostenible y competitiva a mediano plazo. Los mercados de divisas en economías emergentes como el Brasil son demasiado volátiles debido a su baja densidad en comparación con el volumen de los flujos de capitales. Esta característica estructural hace que las tasas de cambio sean demasiado sensibles a los cambios en la prima por riesgo soberano, como hemos visto que sucedió en el caso brasileño. Más aún, la abundancia de recursos naturales ha hecho que la economía brasileña sea particularmente vulnerable a la enfermedad holandesa debido a mejores términos de intercambio.

En vista de estas consideraciones, parece razonable fijar un piso para la tasa de cambio nominal y así evitar que se aprecie hasta un nivel por debajo del equilibrio industrial. Este piso debe ser anunciado públicamente por el Banco Central y ser modificado cada año a una tasa igual a la diferencia entre la inflación interna e internacional. La determinación de dicho piso requeriría intervenciones esterilizadas en los mercados de divisas, como hizo el Banco Central brasileño entre 2006 y 2013, pero ahora con una tasa nominal explícita de cambio —o, más precisamente, un piso para la tasa de cambio nominal—. Para que estas intervenciones sean más efectivas, se debe también introducir controles sobre los flujos de ingresos de capitales¹¹. El impuesto a las transacciones financieras *imposto sobre operações financeiras* (IOF) debe fijarse a una tasa suficientemente elevada para eliminar cualquier posible ganancia por arbitraje

¹¹ Los controles a los capitales reducirán los ingresos de capitales y así también la presión sobre la apreciación de la tasa de cambio y la necesidad de intervenciones esterilizadas en los mercados de divisas. Ver la teoría económica de los controles de capital en Oreiro (2004b).

resultante de la retención de activos domésticos a costa de activos extranjeros. Para garantizar la efectividad de los controles de capitales, el impuesto a las transacciones financieras de ampliarse a todos los tipos de flujos de ingresos de capitales, incluyendo la inversión extranjera directa.

Respecto de la enfermedad holandesa, aunque por el momento no existen signos evidentes de su presencia en el Brasil debido al deterioro de los términos de intercambio que se produjo en 2015, es prudente contar con un plan de contingencia para enfrentar sus efectos, si y cuando sean necesarios. Una posibilidad es introducir un impuesto a la exportación de productos básicos (*commodities*), pero una tasa cero si el índice del precio de los productos básicos cae por debajo de un cierto umbral, como sostuvo recientemente Bresser-Pereira (2016). Por encima de este nivel, el impuesto a la exportación de productos básicos debería fijarse a tasa creciente. El impuesto reduciría la rentabilidad de las exportaciones de productos básicos solo en periodos de precios elevados de dichos productos, lo que podría disminuir la intensidad de la enfermedad holandesa.

En resumen, la propuesta para contar con un nuevo régimen de política macroeconómica involucra cambios más profundos en los objetivos, metas e instrumentos de las políticas fiscal, monetaria, salarial y de tasa de cambio. Estos cambios pueden apreciarse en la tabla 5 a continuación.

Como vemos en la tabla 5, una característica importante del régimen macroeconómico propuesto es la presencia de efectos indirectos de una política sobre las otras. Por ejemplo, la política salarial evidentemente facilita que el Banco Central alcance su meta de inflación. La política fiscal también facilita que se mantenga la competitividad de las empresas internas en los mercados internacionales debido a mecanismos diseñados para fijar la tasa real de cambio a nivel estable, sostenible y competitiva. Debido a la presencia de estos efectos indirectos positivos, el nuevo régimen de políticas parecería ser consistente en el sentido que le atribuye Tinbergen (1998), es decir que el logro simultáneo de todos los objetivos y metas del régimen de políticas macroeconómicas es posible mediante una manipulación adecuada de los instrumentos de política.

Tabla 5. Objetivos, metas e instrumentos del nuevo régimen de política macroeconómica

Política	Objetivos	Metas	Instrumentos
Política monetaria	Tasa de inflación baja y estable. Tasa de intercambio nominal estable, sostenible y competitiva.	Tasa de inflación de mediano plazo. Piso de la tasa nominal de intercambio.	Controles de capital mediante tasas de interés de corto plazo. Intervenciones esterilizadas en el mercado de divisas.
Política fiscal	Deuda pública como porcentaje del PBI a nivel bajo y estable. Tasa de cambio real objetivo estable, sostenible y competitiva.	Superávit primario/PBI objetivo a nivel compatible con la estabilización de la deuda pública a largo plazo, pero ajustable para permitir fijación de metas de tasa de cambio en el mediano plazo. Estabilidad de la ratio gasto primario/PBI.	Reforma de la seguridad social y cambio en la ley de salario mínimo. Cambio en los gastos discrecionales cuando sean necesarios para ajustar el superávit primario. Impuesto a las exportaciones de productos básicos.
Política salarial	Tasa de cambio baja y estable. Mejor nivel de vida de las clases trabajadoras.	Crecimiento de salarios reales de acuerdo al aumento de la productividad.	Crecimiento del salario mínimo según meta de inflación y tendencia de crecimiento del ingreso per cápita.
Política de tasa de cambio	Garantía de competitividad externa para las empresas nacionales.	Tasa de cambio real objetivo a nivel estable, sostenible y competitiva (equilibrio industrial)	Control de capitales. Intervenciones en el mercado de divisas. Impuesto a las exportaciones de productos básicos.

OBSERVACIONES FINALES

Este artículo presenta una evaluación del régimen de política macroeconómica del Brasil desde 2003. Como hemos visto, el trípode macroeconómico no fue suficiente para asegurar la estabilidad macroeconómica a mediano y largo plazo, ya que no logró evitar la persistente sobrevaluación de la tasa de cambio real ni la tendencia al aumento del gasto primario como porcentaje del PBI. Estos acontecimientos llevaron a la desindustrialización de la economía brasileña y a una importante crisis fiscal. Debido a la desindustrialización, cayó el crecimiento potencial, lo que hizo imposible que el sector público lograra la relación superávit primario/PBI que se necesita para estabilizar la deuda pública en vista de la tendencia creciente del ratio gastos primarios/PBI. La respuesta de política a estos acontecimientos, la llamada nueva matriz macroeconómica, constituyó un total fracaso, ya que no logró enfrentar los problemas estructurales de la economía brasileña. La crisis política que se inició a fines de 2014, junto con el fin del auge de los productos básicos y una depreciación súbita y considerable de la tasa de cambio nominal en el 2015, convirtieron la estanflación en una importante recesión. El crecimiento tampoco se restableció en 2017, tras la revocatoria (*impeachment*) de la presidenta Dilma Rouseff.

Se deberá implementar un nuevo régimen de política macroeconómica para retomar la reindustrialización del país y garantizar la solvencia del sector público a mediano y largo plazos. Los cimientos de este nuevo régimen de política macroeconómica ya han sido echados, es decir contar con objetivos, metas e instrumentos de un régimen de política macroeconómica consistente en el sentido que les atribuye Tinbergen, y tal cual fueron definidos en este artículo. De ahora en adelante se trata de lograr el respaldo político para llevar a cabo los cambios requeridos del régimen de política macroeconómica. Ello no será una tarea fácil.

BIBLIOGRAFÍA

- Bresser-Pereira, Luiz (2016). Retenção cambial alíquota zero. *Valor Econômico*, 3 de marzo. <http://www.valor.com.br/opiniaio/4463866/retencao-cambial-aliquota-zero> Fecha de consulta: 3/8/2017.
- Bresser-Pereira, Luiz, Néstor Marconi & José Oreiro (2014). *Developmental macroeconomics: new developmentalism as a growth strategy*. Londres: Routledge.
- Camargo, José Márcio, Gustavo Gonzaga & Marcelo Neri (2001). Salário mínimo, «efeito farol» e pobreza. *Brazilian Journal of Political Economy*, 21(82), 78-90.
- Cysne, Rubens (2009). Política de metas de inflação: análise retrospectiva e desafios para o futuro. En Luiz Fernando De Paula, José Luis Oreiro y Rogério Sobreira (coords.), *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira* (s.p.). Río de Janeiro: FGV Editora.
- Frenkel, Roberto (2014). How to manage a sustainable and stable competitive real exchange. En Luiz Bresser-Pereira, Leonardo Burlamaqui y Jan Kregel (eds.), *Financial stability and growth. Perspectives of financial regulation and new developmentalism* (pp. 42-55). Londres: Routledge.
- Haavelmo, Trygve (1945). Multiplier effects of balanced budget. *Econometrica*, 13(4), 311-318.
- Lange, Oscar y Jan Tinbergen (1986). *Ensaio sobre planificação econômica. Política econômica: princípios e planejamento*. São Paulo: Nova Cultural.
- Lavinas, Lena (2013). 21st century welfare. *New Left Review*, 84, 5-40.
- Marconi, Néstor (2012). The industrial equilibrium exchange rate in Brazil: an estimation. *Brazilian Journal of Political Economy*, 32(4), 656-669.
- Marconi, Nelson & Felipe Salto (2015). Ajuste pode ser feito sem cortar conquistas sociais importantes. *Folha de São Paulo*, 30 de agosto. <http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2015/08/1674874-ajuste-pode-ser-feito-sem-cortar-conquistas-sociais-importantes.shtml> Fecha de consulta: 30/8/2017.
- Montiel, Peter (2011). *Macroeconomics in emerging markets*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Oreiro, José Luis (2004). Autonomia de política econômica, fragilidade externa e crise do balanço de pagamentos: a teoria econômica dos controles de capitais. *Economia e Sociedade*, 23, 1-21.
- Oreiro, José Luis & Marcos Rocha (2011). Inflation targeting regimes, institutional flexibility and growth performance: a keynesian/kaldorian perspective in a dynamic panel analysis. *Análise Econômica*, 29, 61-93.
- Oreiro, José Luis (2015). Muito além do tripé: proposta de um novo regime de política macroeconômica para dobrar a renda per-capita em 20 anos. En Nelson Barbosa y otros (orgs.), *Indústria e desenvolvimento produtivo no Brasil* (pp. 377-388). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Rocca, Carlos (2014). *Ajuste fiscal e a recuperação do investimento*. Trabajo presentado en 14º Seminário CEMEC de Mercado de Capitais, São Paulo, 25 de junio. <http://ibmec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/09/14%C2%BA-Semin%C3%A1rio-CEMEC-FINAL-Junho-2015.pdf>
- Saboia, João (2015). Salário mínimo e distribuição de renda no Brasil - Potencial e limites. En Nelson Barbosa, Rodrigo de Moura y Samuel Pessôa (coords.), *Política de salário mínimo para 2015-2018. Avaliações de impacto econômico e social* (pp. 65-82). São Paulo: Elsevier-FVG.
- Sawyer, Malcom (2009). Fiscal and interest rate policies in the «new consensus» framework: a different perspective. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(4), 549-565.
- Thirwall, Anthony (2002). *The nature of economic growth*. Aldershot: Edward Elgar Publishing.
- Vercelli, Alessandro (1991). *Methodological foundations of macroeconomics: Keynes & Lucas*. Cambridge: Cambridge University Press.

DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA CHILENA ANTE LOS *SHOCKS* PROCÍCLICOS (1999-2016)

Ricardo Ffrench-Davis¹

INTRODUCCIÓN

Desde 1999 el desempeño de la economía chilena ha estado dominado por *shocks* de los términos de intercambio y la cuenta de capitales. Estos fueron negativos entre 1999 y 2003. Durante 2016 se inició un alza persistente de los precios de los recursos naturales —incluido el cobre—, que, excepto por el *peak* del contagio de la crisis global de 2008-2009, fueron sumamente positivos entre el 2004 y 2013. Desde entonces, se han producido intensos *shocks* negativos.

Como se analiza en Ffrench-Davis (2015), el PBI de Chile creció en promedio 3,9% en el periodo de quince años que abarca desde 1999 hasta 2013. Ello constituyó una aguda caída en comparación al 7,1% de crecimiento anual que se registró entre 1990 y 1998, tras el retorno a la democracia en 1990 (ver cuadro 1, pp. 430).

Este artículo tiene como propósito aportar a la discusión sobre las razones del significativo cambio en los resultados económicos. Dado que no se registraron cambios específicos en el enfoque microeconómico, la explicación se concentra en las políticas macroeconómicas.

¹ Agradezco la colaboración de Simón Ballesteros y Andrea Costa.

Tabla 1. Exportaciones y resto del PIB en el crecimiento económico, 1974-2016 (promedios anuales de tasas de variación, %)

	PIB	Exportaciones	PIB no-exportado*	PIB LA (19)	PIB LA (18) sin Brasil
1974-89	2,9	10,7 (1,6)	1,6 (1,3)	3,1	2,4
1990-98	7,1	9,9 (2,0)	6,5 (5,1)	3,2	3,9
1999-2013	3,9	4,2 (1,4)	3,8 (2,5)	3,2	3,2
2013	4	3,3 (0,9)	4,2 (3,1)	2,9	2,9
2014	1,9	1,1 (0,3)	2,2 (1,6)	0,9	1,6
2015	2,3	-1,9 (-0,5)	3,9 (2,8)	-0,5	1,2
2016 (IPOM 9/16)	1,7	1,2 (0,3)	1,9 (1,4)		

Nota:

* El PBI no-exportado es igual al PBI menos el contenido interno o valor agregado en Chile de las exportaciones. Se asume que los insumos importados de las exportaciones son iguales a la participación de las importaciones de no consumo en el PBI.

Las cifras entre paréntesis indican la contribución de las exportaciones y del resto del PBI a la tasa anual de cambio del PBI total para cada periodo. Para América Latina, los datos fueron procesados por Cepal para 19 países de América Latina en US\$ constantes de 2010.

Fuente: basado en Ffrench-Davis (2014) para Chile, actualizado a 2015 con cifras del Banco Central del PBI y las exportaciones, serie de referencia 2008. Para 2016, los estimados provisionales se basan en IPOM (septiembre 2016).

La adopción de metas de inflación como objetivo principal de la política monetaria, en combinación con una apertura total de la cuenta de capitales y la liberalización del tipo de cambio, logró una baja tasa de inflación y evitó crisis en la balanza de pagos. Sin embargo, ello causó que la economía operase por debajo de su producto potencial, mientras que el tipo de cambio y la cuenta corriente reales mostraron gran inestabilidad. La prociclicidad de los flujos financieros y del precio del cobre actuaron como canales activos de transmisión de la inestabilidad externa de mediano plazo a los mercados internos. Por otro lado, la política fiscal pasó de ser más bien neutral en los años 2000 a ser efectivamente contracíclica en 2009-2010, pero se tornó procíclica en 2011-2013. En consecuencia, cuando en 2013 se empezaron a sentir los *shocks* externos, como consecuencia de la disminución de los precios

de los productos básicos (*commodities*), los sectores externo y fiscal de la economía chilena se habían acostumbrado a precios insosteniblemente elevados del cobre y a un tipo de cambio que estaba evidentemente apreciado.

La primera parte presenta un breve resumen de las políticas y resultados económicos hasta 2013, examinando con mayor profundidad las políticas fiscal y cambiaria, así como el enfoque adoptado respecto del precio del cobre, principal exportación de Chile. Su relación con la evolución de los (des)equilibrios macroeconómicos reales y los vínculos con el crecimiento (no) sostenido son igualmente motivo de examen. La segunda parte comienza con una evaluación de la situación en 2013, cuando se inició la desaceleración de la actividad económica; se examinan graves vulnerabilidades generadas en los años previos, y sus vínculos con la desaceleración en 2013-2016; luego, se expone un panorama general de las políticas económicas desde 2014 hasta mediados de 2016. El tercer segmento se concentra en la evolución del sector externo, particularmente de las exportaciones, la formación de capital y la inversión extranjera directa. Finalmente, en la cuarta parte se presentan, a modo de conclusiones, lecciones de políticas para recuperar un crecimiento económico sostenido.

EL AUGE DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y LA RECUPERACIÓN CON DOS SESGOS PROCÍCLICOS (1999-2013)

A fines de los años noventa, las políticas macroeconómicas en Chile sufrieron un cambio profundo respecto del enfoque que se adoptó inmediatamente después de la restauración de la democracia en 1990². En setiembre de 1999, en medio del contagio de la crisis asiática, el Banco Central renunció a la flexibilidad administrada del tipo de cambio y adoptó un régimen de flotación libre de toda intervención

² Las reformas, políticas y resultados económicos de Chile desde el golpe militar de 1973 hasta 2012 se tratan en Ffrench-Davis (2014).

junto con la plena liberalización de la cuenta de capitales, al tiempo que adoptaba el enfoque de metas de inflación como principal objetivo macroeconómico. Todo ello, junto con la dependencia de las exportaciones de cobre por la inestabilidad de sus precios, fueron factores determinantes del persistente desequilibrio del tipo de cambio real (TCR) y de la presencia de brechas recesivas —brechas entre PBI potencial y PBI efectivo— a partir de 1999³.

En otro frente de la política económica, para abordar el descalce en situaciones recesivas entre los recursos públicos requeridos para los programas sociales y los ingresos fiscales temporalmente deprimidos, en 2001 se implementó una política de balance fiscal estructural o BFE (Ffrench-Davis, 2016a). Ello implicó mantener un nivel de gasto consistente con la evolución de los ingresos fiscales sostenibles a mediano plazo utilizando estimaciones del PBI y del precio de cobre tendenciales. Esta regla fiscal constituyó un avance respecto de la norma tradicional procíclica de equilibrar el presupuesto fiscal anualmente, pero se detuvo en la neutralidad sin avanzar hacia la contraciclicidad. Solo a finales de 2008 y por un breve periodo, la política fiscal implementó ajustes contracíclicos del gasto público y los impuestos cuando la economía entró en recesión debido al contagio de la crisis global. Sin embargo, posteriormente adoptó un enfoque procíclico.

Desempeño económico general

Entre 1999 y 2013, la economía chilena pasó por un fuerte ciclo económico, que incluyó una larga recesión entre 1999-2003 y una fuerte recuperación impulsada por el significativo *boom* de los precios de los productos básicos que se inició en 2003.

³ Cabe destacar que la herramienta de política contracíclica del encaje sobre los ingresos de flujos de capitales financieros, que se empleó sistemáticamente en 1991-1995, todavía se encuentra a disposición del Banco aunque con ciertas limitaciones (ver Ffrench-Davis, Gallagher y otros, 2015).

El auge de los productos básicos, particularmente el rápido aumento del precio del cobre, encontró en 2003 una economía que había atravesado una larga recesión, con una significativa brecha recesiva (BR, entre PBI potencial y efectivo). Después de nueve años durante los que el PBI creció 7,1% en promedio entre 1990-1998, durante cinco años el crecimiento cayó a 2,6%, bajo una demanda deprimida que hizo caer el producto efectivo por debajo del PBI potencial (PBI*). Esta brecha recesiva fue consecuencia de una restricción externa fija que prevaleció por encima de las políticas fiscales y monetarias más bien neutrales en un entorno de metas de inflación dominantes. Debido a la gran brecha de producto al momento del *shock* externo positivo iniciado en 2003, la oferta interna pudo responder con un incremento del PBI efectivo y baja presión inflacionaria —la inflación permaneció por debajo del centro de la banda de 2-4% establecida por el Banco Central autónomo—. Por consiguiente, el *shock* exógeno contribuyó a un salto importante del crecimiento del PBI efectivo de 2,6% en 1999-2003, a 6% en 2004 y a 5,6% en 2004-2007. Este salto ocurrió sin realizar ninguna reforma significativa de las políticas macroeconómicas o microeconómicas internas, confirmando las debilidades macroeconómicas previas⁴.

La recuperación prosiguió gradualmente de manera que, a principios de 2008, antes de que se iniciase el contagio de la crisis global, se había reducido la brecha recesiva, si bien no se había eliminado. Esta brecha había estado presente desde fines de 1998, en agudo contraste con el periodo 1991-1997 cuando prácticamente no existía.

⁴ El fracaso del enfoque macroeconómico adoptado desde 1999 en cuanto a generar mayor crecimiento queda más de manifiesto por el hecho que sobre el 85% de la caída del crecimiento del PBI entre 1990-1998 (7,1%) y 1999-2003 (2,6%) se concentró en la producción para el mercado interno, que depende directamente de las políticas macroeconómicas internas (3,9 puntos en una caída de 4,5 puntos del PBI; Ffrench-Davis, 2014).

El conjunto de periodos de recesión y recuperación implicó un crecimiento promedio del PBI de 3,9% anual en 1999-2007⁵. Al tiempo que se alcanzaron plenamente las metas de inflación⁶, se observó una fuerte disciplina fiscal y se acumularon significativos montos de fondos soberanos. Sin embargo, como se evitó ejecutar políticas contracíclicas significativas, el tipo de cambio real se apreció notablemente y, en consecuencia, las importaciones aumentaron mucho más rápidamente que las exportaciones.

En 2008 el contagio de la crisis global tuvo un abrupto impacto en la actividad económica. El gobierno, en un giro de enfoque de política, lo enfrentó con un fuerte ajuste de la política fiscal. En 2008-2009, los efectos negativos del *shock* externo se enfrentaron progresivamente gracias al impulso de las políticas públicas, particularmente la del Ministerio de Hacienda que pasó de un gran superávit a un déficit fiscal efectivo de 4,4% del PBI en 2009. Este fue financiado con el fondo soberano constituido en los años anteriores (tabla 3, fila 1). Hacia el último trimestre de 2009, prevalecía una fuerte recuperación. Sin duda, también el auge del precio del cobre, que se había reiniciado a mediados de 2009, contribuyó a la recuperación de las expectativas privadas y los ingresos fiscales.

La recuperación de la actividad económica y del PBI efectivo quedó interrumpida por el terremoto y tsunami del 27 de febrero de 2010 (27F). Tras esta seria interrupción, que según el Banco Central destruyó un 1,0-1,5% del PBI potencial, en el 2010 aún subsistía una amplia brecha recesiva y espacio para políticas reactivadoras de la economía.

⁵ Como en 1998 y 2007 el PBI efectivo se encontraba relativamente cerca del PBI potencial; ese 3,9% anual mide aproximadamente el crecimiento del PBI*, que contrasta notoriamente con el 7,1% anual de 1990-1998.

⁶ En promedio 2,5% anual en 2004-2006 —bajo la meta de 3%—; luego se inició un auge internacional de los precios de alimentos que duró hasta la irrupción de la crisis global en 2008, generando una significativa inflación importada. El cambio del IPC anual aumentó a 7,5% en 2007-08 y disminuyó a -1,4% en 2009.

La elevada demanda interna resultante de las políticas contracíclicas de 2009 se incrementó aún más debido al gasto efectuado en la reconstrucción pos sismo, financiada con una elevada proporción de los ingresos obtenidos gracias a los precios extremadamente elevados del cobre. En 2010-2013, la demanda interna creció más rápidamente que el producto, estimulando una reactivación del PBI efectivo —a un promedio de 5,3%—, reutilizando la capacidad instalada sin crear presiones inflacionarias. Sin embargo, una vez más, se produjo una significativa apreciación del tipo de cambio y ello contribuyó a «anclar» el IPC, en tanto que desequilibraba las cuentas externas. A medida que se iba reduciendo la brecha recesiva, disminuyó también la velocidad de crecimiento del PBI real, cayendo al 4% en 2013, y a 3% en el último trimestre de ese año.

Para evitar el error común de no tomar en cuenta lo que sucedió antes de la recuperación, si se considera el *peak* de 2007 como base, el crecimiento del PBI efectivo entre 2007 y el siguiente *peak* en 2013 promedió —nuevamente— 3,9%; cuando introducimos una corrección debido a la destrucción causada por el sismo, el crecimiento promedio ajustado para 2008-2013 llega a 4,1%. En consecuencia, el crecimiento del PBI fue bastante similar en ambas etapas de este ciclo —cerca del 4%— lo que generó llegar a fin de ciclo en medio de desequilibrios fiscales y comerciales, como se documenta a continuación.

Políticas fiscales y cambiarias procíclicas en un contexto de inestabilidad del precio del cobre y de los flujos de capitales

En contraste con lo sucedido en los noventa, el tipo de cambio estuvo en desequilibrio durante ambas etapas del ciclo de 1999-2013. En consecuencia, tanto el tipo de cambio real como la cuenta corriente se comportaron de manera procíclica, con evidentes consecuencias desestabilizadoras de la economía real y sobre la asignación de recursos. Por el contrario, en el caso de las cuentas fiscales, se produjo una fuerte diferencia entre las dos etapas. De hecho, la política fiscal evolucionó

desde un enfoque más bien neutral, conservador contractivo, en los primeros años de la implementación del BFE, hacia una posición fuertemente contracíclica en 2008-2010, pero retrocedió hacia una prociclicidad expansiva en 2011-2013.

El balance fiscal estructural y el sesgo procíclico⁷

En la primera etapa del ciclo, se mantuvo una disciplina fiscal estricta y se acumularon considerables montos en los fondos soberanos provenientes de las utilidades de la empresa pública del cobre (Codelco) y los ingresos fiscales procedentes de los productores privados, mientras que se evitó poner en práctica políticas contracíclicas significativas, en una economía en situación recesiva (con BR). En la segunda etapa, la ruta experimentó dos fuertes contrastes. Primero, el gobierno adoptó una serie de fuertes políticas contracíclicas para enfrentar los *shocks* externos negativos de la crisis global de 2008-2009, aprovechando los activos financieros (fondos soberanos) y la credibilidad que había acumulado la economía chilena, incluida su posición acreedora neta (ver tabla 3). A pesar de la disminución de los ingresos tributarios, el gasto fiscal en inversiones y transferencias aumentó⁸, y se redujeron temporalmente algunos impuestos. En 2009 se generó un déficit efectivo del 4,4% del PBI en contraste con el gran superávit de 5,4% de 2004-2007. Este comportamiento contracíclico del gobierno, que se financió con la repatriación de fondos soberanos, fue parcialmente

⁷ La experiencia con el BFE se analiza en detalle en Ffrench-Davis (2016a).

⁸ Junto a gastos transitorios, se produjo un incremento permanente del gasto resultante de una significativa reforma en la seguridad social efectuada en 2008. Esta reforma agregó un pilar solidario —sumamente progresivo— a la reforma impuesta por la dictadura en 1981 de un régimen de capitalización privada de fondos de pensiones. La nueva reforma estuvo dirigida a corregir el hecho de que la capitalización naturalmente aumentaba la desigualdad existente. Esa desigualdad se agravó debido al fuerte desempleo y bajos salarios que prevalecieron después de la gran crisis de la deuda de 1982 (ver Ffrench-Davis, 2014, capítulo VII).

contrarrestado por los espectaculares egresos de los fondos de las administradoras privadas de fondos de previsionales o AFP, que sumaron el 9,6% del PBI.

Hacia el último trimestre de 2009, la actividad económica interna ya se reactivaba significativamente (Ffrench-Davis, 2014, tabla X.4).

Debido al terremoto del 27 de febrero de 2010, el PBI real retrocedió durante algunas semanas, pero pronto se reactivó gracias al aumento adicional del gasto fiscal en la reconstrucción posterremoto y a la creciente subida del precio internacional del cobre. En vista de que todavía se contaba con una significativa capacidad instalada subutilizada, la aceleración del gasto público, que impulsó la demanda interna, era consistente con un desplazamiento hacia el equilibrio macroeconómico, mientras subsistiera la brecha recesiva.

Adicionalmente, durante el gobierno siguiente —de marzo del 2010 a marzo del 2014—, algunas de las reducciones temporales de impuestos, como, por ejemplo, a los créditos, se hicieron permanentes sin un incremento equiparable de ingreso fiscal permanente. En consecuencia, en 2012, el gobierno utilizó ingresos provenientes de las empresas mineras equivalentes a un precio del cobre de US\$ 3,30 por libra, en comparación con US\$ 1 en 2004-2007.

A fines de 2012 y principios de 2013, la brecha recesiva había desaparecido, pero el gasto fiscal seguía siendo excesivo en comparación con los ingresos fiscales permanentes. En 2013, el gasto fiscal había aumentado 52% por encima del *peak* de actividad económica de 2007, mientras que los ingresos no procedentes del cobre habían aumentado 36% (ver tabla 1).

Tabla 2. Indicadores de desequilibrio fiscal 2008-2015
(índices reales 2007=100 y promedios anuales de variación %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1. PBI	103,7	102,6	108,5	114,8	121	125,9
2. Gasto fiscal real	109,3	127,4	135,7	139,9	146,5	152,4
3. Ingreso fiscal real	90,5	72	92,4	103	104,4	103
4. Ingreso fiscal real no cuprero	101,5	91,8	107,7	123,6	132	136,1
5. Demanda interna	108,3	102,2	116,1	126,8	135,6	140,2

	Crecimiento promedio anual (%) 2008-2013	2014	2015	Crecimiento promedio anual (%) 2014-2015	Crecimiento promedio anual (%) 2008-2015
1. PBI	3,9	128,3	131,2	2,1	3,5
2. Gasto fiscal real	7,3	161,7	173,7	6,8	7,1
3. Ingreso fiscal real	0,5	104,2	109,6	3,2*	1,2
4. Ingreso fiscal real no cuprero	5,3	139,2	150,4	5,1*	5,2
5. Demanda interna	5,8	139,7	142,6	0,8	4,5

Notas:

Filas (2) a (4) son cifras nominales del gobierno central, según Dipres (2016), deflactadas por el índice promedio anual del IPC, escalado a 2007=100; la fila 4 excluye el ingreso aportado por Codelco y las diez mayores empresas mineras.

*Incluye la recaudación inicial de la reforma tributaria de 2014.

Fuente: tomado de Ffrench-Davis (2014, cuadro X.5) y actualizado a 2015. Basado en datos de PBI y demanda interna del Banco Central de Chile, serie de referencia 2008.

En consecuencia, la política presupuestal había pasado de ser contracíclica a ser procíclica en 2012 y 2013, lo que rompió el equilibrio estructural oficial de meta cero, a pesar de que el BFE se estaba midiendo con una notoria sobreestimación del precio tendencial del cobre⁹.

⁹ El BFE se inició con una meta de superávit de 1% que se redujo a 0,5% en 2008 y a 0% a partir de 2009.

El efecto neto fue que el BFE registró un déficit de 0,5% del PBI a pesar de que se estimaba con un rápido ascenso de la tendencia del precio del cobre —de US\$ 1,00 en 2004-2007 a US\$ 3,06 en 2013— (ver tabla 2).

El hecho es que subsistían dos sesgos persistentes en la medición del BFE que dieron lugar a un significativo desequilibrio hacia 2013. El enfoque de BFE requería estimar dos variables estructurales cada año: (i) la tasa de crecimiento del PBI tendencial y (ii) el precio tendencial del cobre. El estimado de ambos parámetros se realiza utilizando los insumos provenientes de dos comités de expertos independientes cada año.

Tasa de crecimiento del PBI tendencial

La regla estructural implicó mantener un nivel de gasto consistente con la tendencia de mediano plazo estimada para el PBI. La definición del concepto es esencial para estimar los ingresos fiscales estructurales; puede definirse como PBI potencial (PBI*) o como PBI tendencial (PBI_t). El PBI* corresponde al máximo nivel sostenible de producción de la economía dados los factores de producción disponibles en el año de la estimación¹⁰. Por el contrario, el PBI_t se define como el nivel de producción consistente con el uso «normal» —en términos estadísticos— de los insumos productivos, es decir, el valor tendencial es un «promedio» de los PBI efectivos, lo que asume que las desviaciones del PBI efectivo respecto de la tendencia son simétricas —las brechas positivas y negativas son equivalentes—. No obstante, en las economías volátiles, generalmente existe una brecha significativa del promedio de producción entre PBI* y el PBI efectivo (la BR). De hecho, el PBI efectivo puede encontrarse significativamente por debajo del PBI* mientras que, solo excepcionalmente, estará por encima del mismo; ello constituye una asimetría notablemente relevante para el diseño de las políticas macroeconómicas.

¹⁰ Denominado «PBI potencial de corto plazo» por el Banco Central.

El Ministerio de Hacienda optó por el concepto de PBI_t. Los argumentos fueron que (i) el PBI_t es la metodología estándar utilizada por la profesión y (ii) el supuesto de simetría entre las brechas positivas y negativas «maximiza la transparencia» y disminuye el riesgo de falta de credibilidad en la política fiscal. Sin embargo, debido a que las series temporales de PBI_t incluyen las fuertes recesiones que sufrió la economía chilena, es evidente que el PBI_t tiende a situarse bastante por debajo del PBI*, lo que genera información sesgada para las políticas macroeconómicas contracíclicas. Por tanto, la principal desventaja de utilizar la medida tendencial es el debilitamiento de las políticas contra cíclicas. De hecho, si la política macroeconómica trata de alcanzar el PBI_t y se detiene en ese punto, ello implica mantener una brecha de producto respecto al PBI* que desalienta la formación de capital y el empleo.

Si la economía cae por debajo de la tendencia estimada durante un periodo relativamente largo, dado que habitualmente deprime la formación de capital, la misma tasa de crecimiento tendencial tendería a disminuir, lo que implica una reducción espuria de la brecha de producción, y por tanto un debilitamiento de las políticas contracíclicas generales. De esta manera, las políticas monetarias y fiscales que siguen el PBI_t y no el PBI* tienden a dar como resultado una «profecía autocumplida» que deprime la futura frontera productiva. Esta fue, probablemente, una de las fuerzas que presionó a la baja el crecimiento del PBI* en 1999-2007 de 7% al 4%¹¹. Más aún, como se analiza a continuación, este sesgo fue reforzado por la subestimación del precio del cobre sostenible hasta 2007 (ver tabla 2, líneas 3 y 4). Sin duda es difícil negar que esos años de brecha recesiva deben haber debilitado los «espíritus animales» en contraste con el entorno alentador de los años noventa.

¹¹ Desde 1999, la economía se habría situado cerca del PBI* solo en 2007 y 2012-2013, y con intensa inestabilidad de las importaciones y del tipo de cambio real; en tanto que permaneció cerca del PBI* durante la mayoría del tiempo transcurrido entre 1991 y 1998, cuando se regularon contracíclicamente los flujos de capitales financieros y el tipo de cambio.

Tabla 3. Tendencias del PBI y del precio del cobre y balance fiscal estructural 2001-2015 (promedios anuales)

	2001- 2003	2004- 2007	2008	2009	2010- 2012	2013	2014	2015
1. PBI presente (% de cambio real anual)	3,2	5,6	3,3	-1,0	5,7	4,0	1,9	2,3
2. PBI tendencial (% de cambio real anual)*	4,2	4,6	5,0	4,9	4,7	5,0	4,8	4,3
3. Precio de cobre real (nominal US\$ /Lb)	0,74	2,31	3,16	2,34	3,68	3,32	3,11	2,49
4. Precio del cobre tendencial (nominal US\$ /Lb)	0,9	1,0	1,37	1,99	2,58	3,06	3,04	3,07
5. Balance fiscal efectivo (% del PBI corriente)	-0,7	5,4	3,9	-4,4	0,5	-0,6	-1,6	-3,3
6. Balance fiscal estructural (% del PBI corriente)	0,9	1,2	0,0°	-1,2°	-1,2	-0,5	-0,6	-1,6

Notas:

Los valores corresponden a un promedio anual simple para cada periodo. Las cifras de crecimiento real del PBI proceden de las cuentas nacionales a precios de 2003; a partir de 2006, se emplean las tasas de variación real de la nueva base encadenada con referencia 2008.

* El PBI tendencial es calculado por el Ministerio de Hacienda a partir de cifras proporcionadas por el Comité Asesor del PBI Tendencial. Las cifras de la fila 2 corresponden a los estimados de la consulta anual para el presupuesto del año siguiente.

° Déficit fiscal estructural de acuerdo a la metodología empleada hasta el 2009.

Fuente: Ffrench-Davis (2014), actualizado con datos del Banco Central y Dipres (2016).

Dicho sesgo hacia la subestimación del gasto público se revirtió en la segunda etapa. Para estimar el ingreso fiscal estructural el gobierno calcula la tasa de variación del PBI_t para el siguiente año fiscal. Utiliza una función de producción y emplea como insumos el promedio simple —excluyendo los 2 extremos— de las proyecciones que preparan los miembros del Comité Independiente del PBI Tendencial sobre los cambios porcentuales esperados en la formación bruta de capital, la fuerza laboral y la productividad total de los factores para el año en curso y el próximo quinquenio. Con dicha información y datos históricos, cada año el Ministerio de Economía reestima una serie anual de largo plazo del PBI_t (ver Ffrench-Davis, 2014, gráfico A.2).

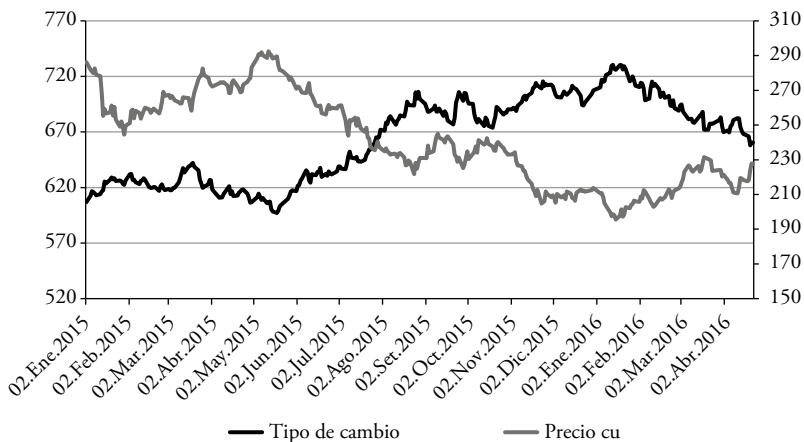
Resulta muy relevante que para estimar los ingresos fiscales estructurales de cada año se haya utilizado la tasa de variación anual del PBI t —y la elasticidad-ingreso correspondiente— para el año fiscal (t) respecto de ($t-1$) proveniente de la nueva serie, sin prestar atención a cualquier «error» del estimado del año previo ($t-1$), o eventos inesperados como un sismo que destruye capacidad. Esta característica implicó que entre los *peaks* de producción de 2007 y 2013 la suma de las tasas de crecimiento de PBI efectivo fueran 6,8 puntos menores que la suma acumulada de las tasas de crecimiento de PBI t empleado para estimar los cambios de los ingresos fiscales estructurales de cada año fiscal (ver tabla 2, filas 1 y 2). Además, como se detalla a continuación, se pasó a sobrestimar el precio tendencial del cobre.

El precio del cobre y el tipo de cambio

La volatilidad de los mercados internacionales financieros y comerciales tiende a generar grandes fluctuaciones del tipo de cambio para equilibrar la balanza de pagos, como respuesta a los *shocks* positivos y negativos producidos durante los ciclos de mediano plazo que han estado experimentando los mercados internacionales. El hecho evidente es que, desde 1999, la economía chilena ha experimentado tres ciclos cambiarios sustantivos, cada uno de los cuales incluyó periodos de apreciación a mediano plazo, seguidos de intensas depreciaciones. Por consiguiente, se ha producido un sobreajuste sistemático, desde que se adoptó la política de tipo de cambio libre en 1999, como muestra la tabla 3¹².

¹² Subrayamos dos características: «un proceso» y «mediano plazo» en vez de cambios por única vez a corto plazo. La volatilidad de los regímenes cambiarios de tasa flotante libre no plantea ineficiencias significativas cuando las fluctuaciones del mercado son tránsitos aleatorios de corta duración. Dichos tránsitos pueden enfrentarse fácilmente con derivados (ver Dodd & Griffith-Jones, 2006). Pero las fluctuaciones se convierten en una preocupación más importante con las fluctuaciones cíclicas —ondas de mediano plazo— como ha sido característico de los flujos financieros que enfrentaron las economías emergentes (EE) y los precios de los productos básicos en las últimas décadas.

Gráfico 1. Tipo de cambio observado y precio del cobre refinado, valores diarios 2015 - abril 2016 (correlación = $-0,95$ y $\beta = -1,37$)



Fuentes: tipo de cambio, pesos por US\$ 1, del Banco Central (lado izquierdo); precio del cobre, centavos de US\$ por libra, de Cochilco (lado derecho).

Las fluctuaciones cíclicas del TCR se relacionaron, en primer lugar, con la crisis asiática que tuvo como consecuencia egresos generalizados de fondos financieros, que produjeron un profundo proceso de depreciación. Luego, en 2003 se inició el largo auge internacional de los precios de los productos básicos (*commodities*) dando lugar a un fuerte proceso de apreciación que se prolongó hasta principios de 2008. Paralelamente, habían regresado gradualmente los flujos de capitales reforzando el exceso de oferta de divisas y las correspondientes presiones de apreciación. A ello siguió una significativa y abrupta depreciación debido a la caída transitoria del precio del cobre durante el *peak* de la crisis global —desde más de US\$ 4 a US\$ 1,35 por libra—, que fue reforzada con salidas de capitales.

En esta situación, la apreciación persistente de la tasa de cambio durante los auges y la depreciación en las contracciones de los flujos capital tienden a generar efectos perversos en la asignación irreversible de recursos.

Prontamente, se reinició un proceso de apreciación y hacia diciembre de 2009, el tipo de cambio real se había apreciado en 16% respecto a fines de 2008 y siguió apreciándose con alzas y bajas, hasta mediados de 2013 (ver gráfico 1), mientras que diversas estimaciones de la PTF mostraban que había disminuido notablemente¹³.

Esta nueva etapa de apreciación persistente fortaleció —erróneamente— las expectativas, generando la creencia de contar con un dólar barato sostenible, desalentando aún más las exportaciones no tradicionales, el valor agregado de las exportaciones y la competitividad de las PYME que enfrentaban importaciones artificialmente baratas. Todo ello resultó particularmente perjudicial para una estrategia de crecimiento liderada por la producción de bienes transables.

No obstante el efecto estabilizador de los fondos soberanos, la serie de saltos en el precio nominal del cobre —que subió de 60 centavos en el curso de 2002 a 400 centavos en el curso del 2008 y a 440 a principios del 2011¹⁴— generó una persistente burbuja cambiaria que provocó un peso fuerte espurio, fuera de equilibrio; una prueba de esto es el notorio desequilibrio entre la evolución del volumen de las importaciones y el de las exportaciones (ver tabla 4). Tres razones contribuyen a explicar la inestabilidad del TCR en conexión con el precio del cobre a pesar del mecanismo de estabilización que estaba en funcionamiento con el BFE.

¹³ En los años noventa, existía espacio para una apreciación estabilizadora —efecto Balassa-Samuelson—, gracias al rápido crecimiento económico que se logró en dicho tiempo, incluyendo un fuerte aumento de la productividad de los factores (PTF) claramente superior que en la mayoría de sus socios comerciales. Pero, desde fines de 1990, dicho espacio se contrajo o revirtió debido al significativo debilitamiento de la PTF; los estimados de cambios de la PTF disminuyeron de 3% en 1993-96 a menos de 1% en 1999-2014 (CORFO/UAI, 2015).

¹⁴ El precio relevante del cobre es el expresado en términos reales —deflactado por el estimado de inflación internacional relevante para Chile, IPE, publicado por el Banco Central—. En el texto se dan cifras nominales a título meramente ilustrativo.

En primer lugar, cuando se inició el auge de precios de 2003, el Comité del Precio Tendencial del Cobre proporcionó cifras, año tras año, que seguían el aumento del precio nominal real, pero muy desde abajo. En 2006, el precio efectivo era US\$ 3,05 por libra y el estimado de tendencia era US\$ 0,99. Posteriormente, ya que el precio real se mantuvo elevado, el estimado de la tendencia siguió aumentando, llegando a un elevado nivel de US\$ 2,59 en 2011 y sobre US\$ 3,00 en los años siguientes (ver tabla 2, filas 3 y 4). Evidentemente, las utilidades estaban muy por encima de los costos de producción generando una muy elevada tasa de retorno de las inversiones. En consecuencia, desde 2011, tanto el sector público como el sector privado de Chile tendieron a actuar por el lado excesivamente optimista de las expectativas sobre el precio del cobre. Mientras tanto, los productores de cobre realizaban elevadas inversiones en Chile y otros países, creando un futuro aumento de la oferta.

En segundo lugar, el mecanismo del BFE solo se refiere a los ingresos fiscales, que provienen de los impuestos que pagan las empresas mineras tanto públicas como privadas, pero en cuanto a las utilidades cubre solamente las de Codelco; es decir, un tercio de la producción de cobre. Puede sostenerse que el resto es producido principalmente por extranjeros, de manera que la mayor parte de la inestabilidad de precios tendría impacto en el exterior. Sin embargo, es un hecho que una proporción significativa de las utilidades de las empresas extranjeras regresó al mercado interno como reinversión de utilidades, lo que dio otra equívoca señal macroeconómica (ver «La situación heredada» en la siguiente sección)¹⁵.

En tercer lugar, el mercado cambiario ha sido notablemente cíclico. Un mercado con un tipo de cambio completamente libre de intervención oficial tiende a equilibrar la balanza de pagos al responder a las

¹⁵ En 2003 la reinversión de utilidades de la IED llegó a US\$ 3,3 miles de millones, mientras que en 2012 había aumentado a US\$ 9,1 miles de millones.

señales cotidianas, sin considerar la evolución de la cuenta corriente, hasta que su desequilibrio es extremadamente evidente. El hecho es que el comportamiento procíclico del precio del cobre se transfirió directamente al tipo de cambio (ver gráfico 2, más adelante). La inestabilidad del TCR, cautivo de la volatilidad financiera, ha sido una característica predominante, distorsionando la asignación de recursos en un país que, presuntamente, persigue una estrategia de crecimiento económico impulsada por las exportaciones.

EL NUEVO CICLO ECONÓMICO QUE SE INICIÓ EN 2013

La situación heredada

Hacia 2013, la economía chilena enfrentaba una combinación significativa de factores positivos y negativos. Por el lado positivo, el gobierno contaba con activos líquidos, equivalente a 11% del PBI, que podía utilizar en caso que fuera necesario poner en marcha una política fiscal contracíclica. La tasa de interés que enfrentaba en los mercados financieros internacionales era muy baja —con un EMBI de 154 puntos básicos—. El Banco Central contaba con reservas internacionales netas equivalentes a 16% del PBI. El sistema bancario, a pesar del rápido aumento de créditos otorgados en los años recientes, parecía encontrarse en una situación sólida¹⁶. La inversión se había recuperado tras el *shock* de 2008-2009 y era relativamente elevada, con una tasa de formación bruta de capital fijo (FBKF) que, en pesos constantes, alcanzó 26,2% del PBI en 2013, por encima del *peak* previo registrado en 2008. Chile presentaba el mayor PBI per cápita —a paridad de poder de compra— de la región, a partir de un nivel que, a fines de la dictadura en 1989, se encontraba por debajo del promedio regional.

¹⁶ Los créditos bancarios en mora permanecían bajos, en alrededor de 2% del *stock* (SBIF, 2016).

Todas estas características positivas subyacían la buena fama de la que gozaba en ese momento la economía chilena; sin embargo, las vulnerabilidades que existían ya en 2013 se manifestaban en las tendencias evidentes en varias de dichas características. Aquí examinamos seis variables que indican que, si no se llevaba a cabo una implementación rápida de un programa contracíclico y estructural vigoroso, después del 2013 era probable que se produjese un reajuste recesivo espontáneo.

Primero, la responsabilidad fiscal se había relajado, como ya lo mostraba el desequilibrio entre los ingresos permanentes y los gastos permanentes. Si se deseaba lograr el objetivo de contar con un presupuesto fiscal estructural equilibrado, el precio tendencial del cobre habría tenido que seguir siendo notablemente elevado y el crecimiento del gasto tendría que haber disminuido o debería haberse implementado una reforma tributaria para incrementar los ingresos. Es revelador que el sector fiscal haya perdido esta excepcional característica de ser acreedor neto por varios años y que en 2012 haya pasado a ser un deudor neto, a pesar de que aún se beneficiaba del muy elevado precio del cobre (US\$ 3,61/lb). Cabe destacar que el FEES aparecía acumulando fondos hasta en el 2013, a pesar de que el presupuesto fiscal registró un déficit efectivo de 0,6% del PBI en ese año. La aparente contradicción se resuelve al examinar lo sucedido con los pasivos de la Tesorería Nacional. La tabla 3 provee la evidencia aclaratoria. La reposición de fondos soberanos en 2010-2013 tuvo como contrapartida un notable incremento de la deuda fiscal; sus pasivos en el 2013 triplicaron el nivel de 2009, incrementándose a 11,8% del PBI¹⁷.

¹⁷ Un atenuante importante es que el endeudamiento se efectuó principalmente en el mercado interno y con tasas de interés muy bajas.

Tabla 4. Activos y pasivos fiscales 2007-2015
(US\$ millones corrientes)

	FEES (1)	FRP (2)	Otros activos (3)	Pasivos (4)	Balance neto (5)	% del PBI (6)
2007	14,03	1,466	5,411	7,094	13,816	8,0%
2008	20,21	2,507	2,806	7,335	18,188	10,1%
2009	11,29	3,421	1,654	11,096	5,264	3,1%
2010	12,72	3,837	3,893	20,358	92	0,0%
2011	13,16	4,406	10,588	25,928	2,224	0,9%
2012	15	5,883	10,419	32,423	-1,123	-0,4%
2013	15,42	7,335	7,364	33,515	-3,397	-1,2%
2014	14,69	7,944	8,527	36,587	-5,427	-2,1%
2015	13,97	8,112	5,5	38,963	-11,385	-4,7%

Notas:

Los activos y pasivos consolidados de la Tesorería Nacional al final de cada periodo.

(1) Fondo de estabilización social y económica (FEES).

(2) Fondo de reserva de pensiones (FRP).

(3) No incluye participación de la Tesorería en el capital de las empresas privadas que el Banco Central incluye como activos fiscales.

(5) Muestra el balance neto de activos y pasivos $(5)=(1+2+3-4)$.

(6) Es la columna (5) como porcentaje de PBI del año respectivo; el PBI en US\$ corresponde a la serie a precios corrientes, referencia 2008, dividida por la tasa de cambio nominal promedio para cada año. Aproximadamente 4/5 de los pasivos son con el mercado interno.

Fuente: elaboración propia con datos de Dipres y el Banco Central. Agradecemos la colaboración de Nicole Favreau.

Segundo, el mecanismo de estabilización fiscal—el BFE—, evidentemente un activo valioso, no logró una estabilización suficiente, considerando tanto el PBI tendencial como el precio tendencial del cobre¹⁸. A principios de 2016, el precio nominal del cobre disminuyó temporalmente

¹⁸ La inflación según el índice de precios externos (IPE) del Banco Central fue de 33% entre los promedios de 2006 y 2013 (el IPC de los EE.UU. subió 16% en el mismo periodo). En el intertanto, los costos de producción se incrementaron fuertemente, particularmente por el deterioro de la calidad de los minerales extraídos y la incidencia por la apreciación cambiaria —y el «descuido» con los costos de producción cuando los precios son «excesivamente» altos—. Con todo, los ingresos fiscales provenientes de la minería se elevaron de 1,0% del PBI —5,0% de los ingresos del gobierno central, Ygc— en 2003, a 8,2% del PBI —31,9% del Ygc— en 2007 y decrecieron a 1,9% del PBI —9,1% del Ygc— en 2014 (Rodríguez y otros, 2015).

por debajo de US\$ 2/lb, lo que hizo que el gobierno convoque a una reunión extraordinaria del Comité del Precio Tendencial del Cobre que redujo su estimado previo de US\$ 2,98/lb para 2016 a US\$ 2,57, mientras que durante el primer semestre de 2016 el precio efectivo osciló alrededor de US\$ 2,15.

Tercero, durante la mayor parte del auge de precios, de una década de duración, el tipo de cambio real estuvo sobreapreciado como lo refleja el creciente desequilibrio comercial. En la década que concluyó en 2013, el volumen de las importaciones —medidas por el Banco Central— aumentó 117% mientras que el de las exportaciones aumentó apenas 25%, además de haberse estancado la diversificación. La cuenta corriente experimentó un déficit de 3,8% del PBI en 2013, aunque el precio del cobre alcanzó un elevado promedio de US\$ 3,32/lb. Los rubros no tradicionales, que habían liderado el crecimiento de las exportaciones en las décadas exteriores, habían estado perdiendo velocidad (ver Ffrench-Davis, 2016b, gráfico 4). Más aún, hacia 2013, se exportaban menos productos y había menos empresas exportadoras que en 2008 (ver Prochile, 2016). Este hecho fue particularmente inesperado en vista de los numerosos acuerdos de libre comercio suscritos por Chile (Direcon, 2016). Todos estos antecedentes eran síntomas de una enfermedad holandesa de las exportaciones y mientras más tiempo durase, mayor sería el daño estructural que causaría. Hacia 2013, se evidenciaba la necesidad de una significativa y sostenida devaluación.

Cuarto, en 2013 Chile dejó de ser el líder del crecimiento de América Latina y cayó por debajo de la mitad de los países de la región (Cepal, 2015). Hacia 2013, después de su significativa recuperación del contagio de la crisis global, la economía chilena operaba al máximo de su capacidad y, por consiguiente, era inevitable que el crecimiento del PBI efectivo convergiera hacia el PBI tendencial —más cercano a la tasa efectiva de 3,9% en 1999-2013, en lugar de la tasa efectiva de 5,3% durante la recuperación de 2010-2013—. En vista de los ingredientes del crecimiento que operaban en 2013 esa tasa no era sostenible.

En 2013, cuando la economía llegó a su frontera de producción, el crecimiento efectivamente disminuyó a 4,0% anual y a 3,0% en el último trimestre. La tasa de 3,9% que se observó durante una década y media debió haber servido como advertencia de que había algún factor ausente requerido para recuperar un crecimiento sostenido.

Quinto, la tasa de FBKF parecía ser más bien elevada en 2013, promediando el mencionado 26,2%. Sin embargo, (i) se trata de una cifra bruta y debido a que la depreciación aumentó cerca de 4 puntos porcentuales del PBI desde los años noventa la inversión neta había disminuido de manera moderada; (ii) dicha tasa incluyó un significativo ciclo de inversiones en la minería que se inició en 2006 y se acercó a su fin en 2015, su proporción en la formación bruta de capital bruto aumentó desde 17% en 2007 a 34% en 2013, la mayor parte de la formación de capital en la minería se dirigió a compensar la aguda disminución de la calidad de los yacimientos mineros —lo que se reflejaba en una disminución de la medición tradicional de la PTF—; (iii) la tasa de 26,2% se mide en precios constantes —encadenados a la base 2008—, en precios corrientes de 2013 la tasa cae a 23,8%, cifra que refleja el esfuerzo de financiamiento realizado por los inversionistas, en cambio, la cifra anterior mide la capacidad adquisitiva en términos reales, medida por el Banco Central. Las tasas son tan diferentes debido a que las cuentas nacionales estiman que los precios de los bienes de capital disminuyeron cerca de 10% entre 2008 y 2013. Y (iv) En el segundo semestre de 2013 la inversión bruta disminuyó 9% en términos reales, con lo que realizó un aporte negativo adicional acentuando la desaceleración de la actividad económica que se inició dicho año.

El ciclo de inversiones en minería no presenta un comportamiento excepcional sino más bien común durante los ciclos prolongados de precios. La evolución de la FBKF tiende a estar asociada a los ciclos largos de precios. Por ejemplo, cuando el precio empieza a aumentar y genera expectativas de persistencia, las elevadas utilidades tienden a ser reinvertidas crecientemente para financiar inversiones considerables

que se caracterizan por su maduración a largo plazo, por ejemplo, de seis u ocho años. Mientras más dure el aumento del precio, más intensa será la generación de capacidad productiva adicional a lo que naturalmente sigue una significativa caída de los precios, utilidades y reinversiones a futuro. Mientras más optimista sea el estimado de la tendencia de precios, mayor será el sobreajuste a la baja de los precios, así como la tendencia a la caída de las utilidades y de la formación de capital.

Sexto, la deuda externa privada se incrementó 109% entre 2007 y 2013 en comparación con el aumento de 26% del PBI. Aproximadamente el 90% de la deuda total correspondía al sector privado¹⁹. Es cierto que resultaba reconfortante, en vista de la incertidumbre de los mercados internacionales, que la mayor parte de las obligaciones presentasen tasas de interés fijas (2/3) y fuesen a mediano plazo, y que la deuda total externa de Chile estuviese en un nivel relativamente bajo de 49% del PBI anual. Sin embargo, ese PBI anual estaba calculado con un tipo de cambio muy apreciado —con un promedio de \$495 por dólar en 2013, con un alza a alrededor de \$700 por dólar a principios de 2016, lo que causó una reducción sustancial del valor del PBI expresado en dólares—. Por el lado positivo, como se mencionó antes, los mercados financieros internacionales tenían una opinión muy positiva de la posición financiera de Chile, con lo que le asignaron el mencionado spread (EMBI) de 154 puntos básicos en 2013, en comparación con el promedio regional de 379 puntos.

El desempeño global desde 2013

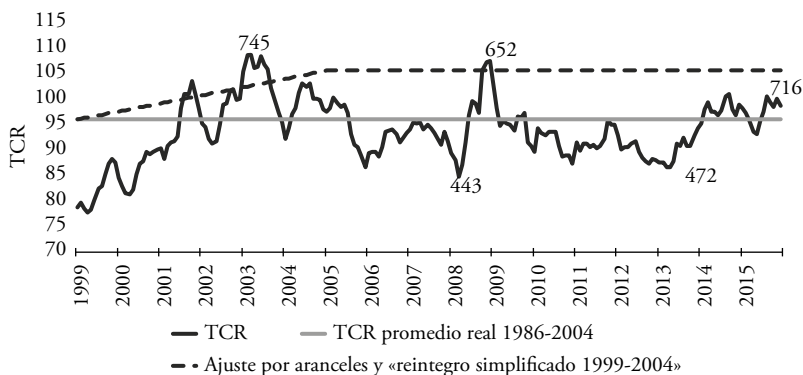
Al conjunto de vulnerabilidades existentes en 2013 se agregó el programa progresista de reformas estructurales que puso en marcha el nuevo gobierno que asumió en marzo de 2014 y la continuación de la incertidumbre en los mercados internacionales. Es importante mencionar que

¹⁹ De un total vigente de la deuda externa de US\$ 134,6 mil millones en 2013, 26% correspondía a pasivos de los inversionistas extranjeros directos.

ya antes de asumir, el crecimiento del PBI cruzó la barrera del 3%, luego fluctuando alrededor de una tasa de 2% hasta el primer semestre de 2016.

La fuerte desaceleración de la economía nacional no fue una excepción en América Latina. Los gráficos 2 y 3 muestran como Chile, aun cuando se desaceleraba, se mantenía sobre el promedio de la región, pero esto es explicado principalmente por el intenso deterioro de la economía de Brasil. Cuando se excluye este país, el 2,1% de crecimiento de Chile en 2014-2015 queda situado más cerca de la media de Hispanoamérica (14%), luego de superar por casi 4 puntos a la región en los 90s (7,1% vs 3,2%), y también por aquellas siete décimas en 1999-2013. El cambio de enfoque macroeconómico, abandonando la estrategia contracíclica de 1990-1998, había contribuido a llevar a Chile a converger con el desempeño promedio de la región.

Gráfico 2. Tipo de cambio real 1999-2015
(índice de TCR 1986=100)



Nota:

La brecha entre la recta y la línea punteada muestra el ajuste compensador del TCR requerido para mantener la competitividad de la producción de transables, considerando la reducción de aranceles desde un promedio de 11% en 1999 a 1% desde 2004, y la eliminación del 10% de reintegro simplificado de las exportaciones no tradicionales. Los números insertos sobre la curva de TCR, a título informativo, corresponden a promedios mensuales extremos del precio nominal del dólar en las fechas respectivas.

Fuente: Ffrench-Davis (2014, gráfico A.3), basado en estimación del Banco Central del TCR del peso respecto a una amplia canasta de monedas.

El deterioro de las exportaciones y la inversión productiva son dos variables que tuvieron un rol central en la desaceleración de la tasa de crecimiento de la actividad económica. El debilitamiento de las exportaciones se profundizó fuertemente, pues ahora evolucionaban por debajo del deprimido comportamiento del comercio internacional. La FBKF continuó reduciéndose, sobre todo en maquinaria y equipos. El inicio del efecto desacelerador del ciclo minero empezó a sentirse con fuerza en las regiones mineras en empleos, construcción y ventas del comercio.

Como se puede apreciar en el gráfico 2 (arriba), la desaceleración estuvo compartida por exportaciones y el resto del PBI en 2014: la producción para el mercado interno se redujo desde un aporte de 3,1% en 2013 a 1,6% en 2014. En cambio, en 2015 el 2,3% de aumento total del PBI residió en la economía interna —contribuyó un 2,8%—, en tanto que la caída del volumen de las exportaciones hacía un aporte negativo. La economía interna es mucho más intensa en las PYME y con mayor utilización del trabajo por unidad de capital físico que en el caso de las exportaciones. Dos ítems fueron determinantes de la mejor respuesta de la economía interna: el gasto fiscal y el sector de la construcción. El primero, por la decisión de aplicar un ajuste fiscal reactivador, contracíclico, aunque muy moderado en 2015. El segundo, por razones tributarias y por la disponibilidad de créditos hipotecarios a 20-30 años plazo a tasas de interés aun notablemente reducidas.

La composición de la desaceleración contribuyó a explicar la incógnita que planteaba la persistencia de tasas de desocupación relativamente bajas hasta inicios de 2016, con aumentos todavía significativos de la ocupación y de la fuerza de trabajo. Mientras tanto, los salarios reales habían seguido creciendo, aunque con una tasa declinante y se registraba un aumento de la informalidad, acentuada en el 2016.

El deterioro del entorno político y social

En general, lo cual no es una excepción en el mundo de hoy, las expectativas ciudadanas se tornaron notoriamente negativas. Surgió una mayoría crítica no solamente con la presidenta y su gobierno, sino también con los partidos políticos, los empresarios, las iglesias, y el Poder Judicial. Entre los factores que contribuyeron a este escenario se incluye la falta de transparencia, corrupción, fraudes, indolencia, incoherencia, agendas propias contra el bien común, permisividad y falta de ética en diferentes sectores. Esto resultó en un clima de desconfianza generalizada con una tendencia a creer cualquier acusación. Todos forman parte de un muy gradual deterioro de la vida en sociedad desde fines de los años noventa, pero con efectos acumulativos. Sin embargo, la reelección de Bachelet con una gran mayoría —62% pero del número decreciente de votantes que ejercieron su derecho— y su amplio apoyo en las encuestas al inicio de su gobierno —encuestas que también incluyen a los que no votaron—, parecían señalar que se iniciaba un nuevo ciclo de avances progresistas y con una sociedad reunificada. Sin embargo, a los pocos meses su popularidad estaba bajo un tercio y con cerca de dos tercios críticos. A pesar de sus importantes efectos sobre la economía, estos temas exceden plenamente el alcance de este artículo, por eso volvemos a la economía.

Muchos analistas, como los medios de comunicación más influyentes —predominantemente con un sesgo neoliberal— y los mayores líderes empresariales culparon de la fuerza de la desaceleración y el ambiente de pesimismo en las expectativas económicas a las reformas estructurales efectuadas o en marcha: la tributaria, laboral y educacional. Aquí nos referiremos exclusivamente a la tributaria.

La reforma tributaria de 2014 y sus modificaciones

En 1990, inmediatamente después del retorno a la democracia, Chile implementó una importante reforma tributaria. El principal cambio contempló la reimplantación del impuesto sobre las utilidades de las empresas —abolido por la dictadura en 1988—, elevando la tasa anterior de 10% a un 15%. Junto con ello hubo un alza de 2 puntos porcentuales —de 16 a 18%— del impuesto al valor agregado (IVA)²⁰. El proyecto de impuesto a las utilidades mantuvo el «sistema integrado» adoptado en la reforma de 1984 de la dictadura. Este sistema reintegra el tributo pagado por la empresa al servicio de impuestos internos (SII) en forma de un crédito al contribuyente del impuesto personal cuando declara la recepción de utilidades distribuidas por las empresas —el impuesto global complementario anual, IGC—. Allí se gravan todas las rentas efectivamente recibidas y declaradas. Adicionalmente, persistió la existencia de sociedades de inversión, en las que se puede contabilizar esas utilidades distribuidas como una «reversión en una sociedad personal», con lo que se evita declararlas en el IGC hasta que se las retira. En el registro de utilidades no distribuidas por empresas y sociedades de inversión —llamado FUT—, casi la mitad corresponde a estas, que son más bien «empresas de papel» que permiten postergar o eludir impuestos. El 78% de sus socios se encuentra en el decil de contribuyentes de más altos ingresos (Agostini, 2008). La evidencia disponible antes de la reforma

²⁰ Se argumenta que el alza del IVA tendría un efecto regresivo, pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de su ingreso. Esto último es efectivo; sin embargo, también debe considerarse que el quintil más rico paga cerca de diez veces más IVA que el quintil pobre y los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social. El efecto neto resultó evidentemente progresivo. Con el transcurso del tiempo, la tasa del IVA se elevó a 19% y el de las empresas a 17% primero, y luego a 20%, para compensar rebajas de otros gravámenes. La carga se mantuvo alrededor del 18% del PBI, tasa a la que se elevó la carga tributaria con la reforma de 1990.

del 2014 mostraba que, a diferencia de las economías desarrolladas, el sistema chileno no poseía fuerza distributiva, en parte por la debilidad del impuesto a la renta.

La reforma impulsada por el nuevo gobierno buscó elevar la recaudación en 3% del PBI y hacerlo de manera fuertemente distributiva; un tercio de la recaudación sería para cubrir el deterioro fiscal heredado del gobierno anterior. El proyecto comprendió una serie de impuestos de diversa naturaleza, el principal de los cuales fue a las utilidades de las empresas: la tasa de 20% se elevaba a 25%, lo que mantuvo el sistema integrado y permitió al contribuyente personal recibir el crédito tributario del 25%, pero, en el IGC, ahora debía pagar impuesto por la totalidad de su participación en las utilidades de la empresa o «utilidades devengadas» — o «atribuidas», en el lenguaje de la reforma—²¹.

El tema de las utilidades devengadas fue el foco de la intensa oposición de las grandes organizaciones empresariales y de la derecha contra el proyecto. Un punto enfatizado, sin fundamento, en los medios de comunicación era que la reforma la sufrirían las PYME, la clase media y los sectores de menores ingresos²². Lo efectivo es que la reforma planteada era nítidamente progresiva, pues gravaba con mayor intensidad la renta del capital, que es más concentrada que los ingresos del trabajo. Sin embargo, es evidente que gravaba con 5 puntos adicionales las utilidades reinvertidas, restando caja a la empresa, y en el IGC se les reintegraba (acreditaba) a las personas, pero tributaban sobre lo devengado.

²¹ Con este cambio desaparecía el incentivo tributario a la reinversión en la misma empresa o grupo económico, pero también en las sociedades de inversión y en el exterior por los grupos económicos —creciente destino de las utilidades no distribuidas—.

²² Tal reforma no tiene efectos para los dueños de las PYME cuyos ingresos los ubican en tramos con tasas de impuesto marginal del IGC menores a 25%, precisamente porque el crédito tributario de 25% que reciben por el impuesto pagado por sus utilidades empresariales implica que se les devuelve la diferencia entre el 25% y la tasa que tienen que pagar en el IGC. Esto ocurría para el 98,7% de los contribuyentes del IGC en 2014 (Agostini, 2014).

En otras palabras, el efecto neto sería negativo para la reinversión, mientras el generoso reembolso a los receptores de la distribución de utilidades quedaba sin modificación.

Luego de difíciles negociaciones y una campaña feroz contra la reforma, se aprobó un proyecto modificado. Este mantuvo un espacio opcional de tributar sobre las utilidades devengadas —atractivo para empresas intensas en distribución de utilidades—, pero estableció como sistema principal —llamado «sistema semintegrado»— una mayor tasa de 27% en las utilidades de las empresas y el IGC solo sobre ingresos efectivos y redujo el crédito tributario a 65% de lo tributado por la empresa. Esta semidesintegración me pareció un cambio positivo, progresivo y proinversión. Con ello, parte de la carga del proyecto original se redistribuyó desde un gravamen a las utilidades reinvertidas a uno sobre las distribuidas; ello es positivo para la formación de capital tan requerida para el desarrollo sostenido. Se mantuvo la gradualidad de los aumentos de tasas las que alcanzarían plenitud en el 2018.

La reforma tributaria y su conflictiva discusión tuvieron efectos profundos y contradictorios en las expectativas. La reforma recauda más y de manera más progresiva, a pesar de algunas fallas como la definición de PYME. Estas quedan afectas a un trato tributario preferencial, pero en la modificación del proyecto se aumentó significativamente el tope de ventas para que una empresa sea considerada PYME, incluyéndose un segmento de medianas empresas de propietarios que se ubican en el decil más rico (Agostini, 2014).

Destaca, en mi opinión, la visión negativa de gran parte de la opinión pública en el curso del debate. No es sorprendente en cuanto a los sectores de más altos ingresos dado que contribuirán con la mayor parte de la nueva recaudación. Sin embargo, encontramos también una opinión negativa en segmentos de la población para los cuales la reforma tendrá beneficios porque pagan pocos impuestos y los ingresos adicionales serán principalmente asignados a ellos. Esto representa una notable derrota comunicacional del gobierno.

DOS TÓPICOS ECONÓMICOS: EXPORTACIONES Y FORMACIÓN DE CAPITAL²³

En esta sección retomamos dos temas que catalogamos como cruciales en el deterioro económico: (i) la inserción comercial, la política cambiaria y el precio del cobre; y (ii) la formación de capital y las tendencias preocupantes en su composición. Estos han convergido a contribuir a la desaceleración y al deterioro de las expectativas.

Las exportaciones y el tipo de cambio

Entre 1974 y 1989 las exportaciones crecieron 11% anual, cerca del doble que el comercio internacional que se expandía a tasas de 6%. El dinamismo exportador continuó en 1990-1998, promediando un crecimiento de 9,9% anual, diversificándose gracias a una expansión de 14% de los rubros no tradicionales (Ffrench-Davis, 2014, tabla VI.4). El buen desempeño aparece asociado a la calidad del manejo cambiario, al equilibrio de la macroeconomía real que operó continuamente cerca de la frontera productiva y a la continuidad del subsidio a los pequeños exportadores (Agosin, Larraín & Grau, 2009).

En 1999, como se expuso, se liberó el tipo de cambio y con esto un periodo de fuerte volatilidad de su tasa. El dinamismo de las exportaciones se redujo en los años siguientes hasta la llegada de la crisis global. La diversificación continuó, pero mucho más lenta (ver Ffrench-Davis, 2016b, tabla 4).

El siguiente periodo está marcado por la crisis global y la gran contracción del comercio internacional de 12,2% en 2009. En el sexenio 2008-2013 las exportaciones de Chile se incrementaron apenas 0,9% anual y se estancaron en el bienio reciente (Informe de Política Monetaria - IPoM, 2016). Sin duda, la lentificación del comercio internacional a un promedio del orden de 2,5% anual desde 2009 es una

²³ Esta sección está basada en Ffrench-Davis (2016b, secciones 3a y 3b).

explicación del deterioro exportador, pero el conjunto de exportaciones de Chile al exterior ha estado creciendo aún más lento. A su vez, el número de empresas exportadoras y de productos exportados también disminuyó respecto al 2008, sin recuperarse hasta el presente (Prochile, 2016).

Desde la perspectiva de destinos geográficos, un rasgo sobresaliente es que, a diferencia de otros actores del comercio internacional, Chile aprovecha poco su posición geográfica. Es un hecho que todavía la geografía tiene un gran peso en el destino del comercio internacional. En contraste, Chile intercambia solo un sexto con la región, a pesar de que cerca de la mitad de sus limitadas exportaciones con mayor valor agregado se destinan a estos mercados. Los mercados de la región son cruciales para la diversificación de las exportaciones hacia el valor agregado y están poco aprovechados. Un acuerdo de convergencia de los numerosos procesos de integración regional podría contribuir a la reactivación de las economías de América Latina.

Una variable decisiva en la pérdida de dinamismo del volumen y la calidad de las exportaciones es el retroceso en la política cambiaria. En la primera parte se expuso la liberalización del tipo de cambio, del ingreso de capitales financieros foráneos y de las salidas de capitales de residentes. Con ello la economía nacional entró de lleno a la globalización de la volatilidad financiera; de ella se había librado al inicio del retorno a la democracia, gracias a la regulación contracíclica de la cuenta de capitales y del tipo de cambio.

Como lo ilustró el gráfico 1, el tipo de cambio exhibió una evolución intensamente cíclica, que responde al desempeño de los flujos de capitales y del precio del cobre, ambos marcadamente volátiles en ciclos de mediano plazo. La cotización del dólar pasó por precios de \$450, 760, 435, 680, 470, 720 en tres ciclos prolongados; esto en una economía de mercado en la que los precios relativos son cruciales por su influencia sobre las expectativas y las decisiones de inversión.

Este tipo de volatilidad de mediano plazo es la que provoca más daños regresivos y recesivos. El tipo de cambio es el vínculo entre la economía interna y la internacional, entregando señales a los inversionistas productivos, tanto a los de exportaciones como a los que compiten con las importaciones.

En efecto, habitualmente se enfatiza el impacto sobre el volumen de las exportaciones, pero hay otros dos efectos muy relevantes. Uno es el valor agregado de las exportaciones. Se trata del componente local de las exportaciones: solo ese componente del valor bruto de las exportaciones es el que forma parte del PBI. Naturalmente, tanto la apreciación de la tasa de cambio como la inestabilidad desalientan la suma de valor interno de las exportaciones.

El otro es que el aumento registrado de las importaciones no es irrelevante para el crecimiento sostenido y la igualdad debido al impacto en la calidad del empleo y en los balances de las PYME, las que tienen que competir con las importaciones en un entorno donde básicamente no existen aranceles y con un tipo de cambio real apreciado. En particular, las PYME sufrieron golpes de competencia externa en los periodos de apreciación no compensados por los de alza del TCR. En parte porque en situaciones de cotización alta del dólar con frecuencia ha prevalecido una demanda interna deprimida. A esto se suma una tendencia del sistema crediticio más restrictiva con las PYME, elevando las tasas de interés más a ellas que a los deudores grandes; una falla económica y social, depresiva del desarrollo y regresiva.

El Banco Central, responsable de la liberalización del precio del dólar, renunció a tener una política activa. Reiteradamente expresó que el tipo de cambio observado era consistente con «los fundamentos de la economía», a precios del dólar, por ejemplo, tan diversos como \$450 y \$700. Incluso, si se controla por el precio del cobre y de otras exportaciones, como lo hacen las cuentas nacionales calculadas por el mismo Banco Central, mostraban que las importaciones crecían mucho más rápido que las exportaciones. La tabla 4 muestra cómo

el volumen de las exportaciones se expandió apenas 6% entre 2007 —el anterior *peak* de actividad más cercano al PBI*— y 2013 —el más reciente *peak*—, en tanto que las importaciones lo hicieron en 45%. Como se expuso, la cuenta corriente exhibió un déficit de 3,8% del PBI en 2013 a pesar de la presencia de un precio del cobre notablemente elevado (US\$ 3,32/lb). Es evidente que el tipo de cambio mayor correspondería más a «los fundamentos» antes que una cotización tan deprimida como \$450.

Tabla 5. Desequilibrio comercial acumulado 2008-2015
(índices 2007=100 y % de PBI a precios corrientes, cambios
% anuales promedio)

	2007	2008	2009	2013	Crecimiento anual promedio (%) 2008- 2013	2014	2015	Crecimiento anual promedio (%) 2008- 2015
1. PBI	100	103,7	102,6	125,9	3,9	128,3	131,2	3,5
2. Quántum de exportaciones	100	99,3	94,8	105,8	0,9	106,9	104,9	0,6
3. Quántum de importaciones	100	111,2	93,2	145,2	6,4	136,9	133,0	3,6
4. Demanda interna	100	108,3	102,2	140,2	5,8	139,7	142,6	4,5
5. Balance de la cuenta corriente como % del PBI	4,2%	-3,6%	2,1%	-3,8%	-1,4%*	-1,3%	-2,1%	-1,5%*

Nota:

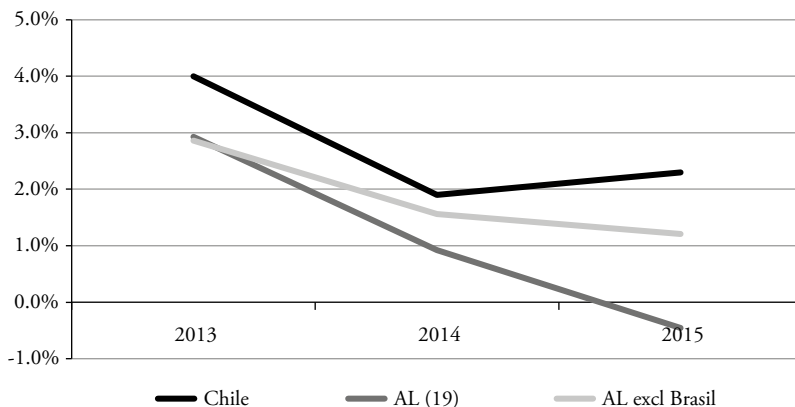
* Corresponde a la participación promedio del balance en cuentas corrientes del PBI en 2008-2013 y 2008-2015, respectivamente.

Fuente: tomado de Ffrench-Davis (2014, tabla X.5), actualizado a 2015 con cifras del Banco Central.

En los 2000 Chile avanzaba en la firma de convenios de libre comercio con numerosos países, en acuerdos binacionales como con los EE.UU. o con agrupaciones de países como la Unión Europea; estos acuerdos contemplaban significativas reducciones de las restricciones que enfrentaban las exportaciones de Chile hacia esos socios comerciales. Desde la crisis global, la globalización comercial del mundo se lentificó, pero Chile continuó implementando sus acuerdos vigentes y firmando nuevos acuerdos comerciales —abarcando a 64 países que cubrían el 85% del PBI mundial en 2015 y recibían el 94% de las exportaciones de Chile (Direcon, 2016)—. No obstante, en Chile el retroceso exportador fue relativamente mayor que el intercambio mundial. Cabe reiterar que la política cambiaria surge como una explicación fundamental, castigando a las exportaciones, su valor agregado y diversificación, y premiando a las importaciones a expensas del desarrollo de las PYME que compiten con las importaciones.

El auge del precio del cobre jugó un papel determinante en la apreciación cambiaria desde el 2004; el auge duró un decenio, detenido brevemente en 2008-2009. El aumento de los ingresos por las exportaciones del cobre fue acompañado por un retorno de los flujos financieros procíclicos que habían tendido a retirarse en los años recesivos 1999-2003, cuando el precio del cobre estuvo bajo. Pero ha sido el precio del cobre el más influyente en los cambios de tendencia y en sus fluctuaciones al interior de este ciclo. El gráfico 4 muestra la evolución diaria del precio del cobre y del precio del dólar durante 16 meses entre el 2015 y 2016. Esa casi total correlación negativa, en esta etapa del ciclo, genera un impacto sobre las expectativas de los productores de transables, en particular las PYME. La creciente convicción de los emprendedores de que apenas se empieza a recuperar el precio del cobre inicia la escalada apreciadora, y el hecho de que ha sucedido reiteradamente desde fines de los 90s, desalienta la formación de capital y el esfuerzo en innovación. Ello contribuiría a explicar —junto con los *lag* en los procesos de inversión y la incertidumbre vigente— por qué luego de varios años de tipo de cambio depreciado desde 2014 la oferta exportadora responde en escasos rubros.

Gráfico 3. Tasas de crecimiento del PBI en Chile y América Latina 2013-2015 (tasas de variación anual)



Fuente: para Chile, datos del Banco Central, serie encadenada, referencia 2008. Para América Latina, Anuario Estadístico de Cepal, en precios constantes de 2010.

La formación de capital nacional y extranjero

La inversión extranjera en Chile alcanzó montos reducidos durante la dictadura. Ya en democracia tomó fuerza en inversiones nuevas y en adquisiciones. Con las primeras contribuyó al fuerte crecimiento de la inversión productiva (FBKF) registrado entre 1990 y 1998. Entonces, la tasa de inversión interna se elevó en 8 puntos del PBI con relación al promedio exhibido durante la dictadura. A pesar de su expansión, la IED nueva —esto es, descontadas las adquisiciones de empresas existentes—, solo representó el 15% de la formación bruta de capital en 1991-1995; el 85% fue cubierto por inversionistas nacionales privados o públicos. Posteriormente, la IED se expandió rápidamente, en particular en los años que siguieron al contagio de la crisis asiática (ver Ffrench-Davis, 2016b, tabla 7). Hasta mediados de la década, la gran mayoría de la IED había correspondido a inversiones nuevas —79% de la IED correspondió a *greenfield* en 1991-1995—, creadora de mayor capacidad productiva, y generadora de importaciones de bienes de capital.

En los años siguientes, tal como en otras economías de la región, la IED exhibió gran dinamismo. En 2004-2015 los flujos de IED promediaron cerca de 30% de la FBKF. La IED nueva fue contribuyendo en una proporción creciente a la formación de capital; en consecuencia, fueron perdiendo participación los inversionistas nacionales. Solo el equivalente a 15,7% del PBI de 2004-2015 correspondió a formación de capital efectuada por el sector público y los privados nacionales, en contraste con 20,5% en 1991-1995. A su vez, parte del *stock* de capital existente fue adquirido por inversionistas extranjeros, las adquisiciones comprendieron el equivalente a 1,6% del PBI. La contrapartida de adquisiciones en Chile fue la de empresas chilenas que compraron firmas en el exterior o desarrollaron nuevas inversiones productivas, en especial en América Latina. La posibilidad de estrategias nacionales cede lugar a las estrategias de los grupos empresariales internacionalizados, con un desbalance de las voces que influyen en la trayectoria de las economías nacionales. El desbalance es un obstáculo para el crecimiento incluyente.

CONCLUSIONES

Las actuales falencias de la economía chilena vienen desarrollándose desde finales de los noventa, aunque sin duda han sido profundizadas por la evolución de la economía internacional, por el deterioro de la confianza entre los ciudadanos y las incertidumbres que ambos hechos involucran. Desde la perspectiva económica, en varias oportunidades he escrito sobre propuestas de acción (por ejemplo, en Ffrench-Davis, 2014, capítulo XI; y 2016b, sección 4). Aquí retomamos algunos aspectos macroeconómicos y de desarrollo productivo.

La producción para el exterior está muy distante de representar la mayoría del PBI. En la generación de este, el valor agregado en Chile de las exportaciones representa cerca de 30%. A pesar de su crecimiento en decenios recientes, ese 30% implica que, para elevar los ingresos,

empleo, salarios y utilidades del conjunto de la nación, al lado de exportaciones dinámicas es imprescindible contar con dinamismo de la producción para los mercados internos. Eso se logró en 1990-1998 cuando la economía se expandió 7,1% anual, y 5,1 puntos de ello los aportó el PBI no exportado (gráfico 1). Este aporte se redujo a 2,5 puntos en 1999-2013, permaneciendo aún como el aporte mayoritario al aumento del PBI de esos años. Con su debilitamiento (de 5,1 a 2,5 puntos), representó 4/5 de la menor expansión del PBI (de 7,1% a 3,9%).

Ante el escenario externo e interno vigente, parece evidente que Chile necesita iniciar un nuevo ciclo de desarrollo. En particular, se precisa introducir reformas en la forma interna de enfrentar la globalización de la volatilidad financiera, la que ha provocado desequilibrios macroeconómicos muy costosos para la economía nacional y la inclusión social. Por otra parte, cada día se resiente con mayor intensidad la ausencia de políticas de desarrollo productivo.

Lo he reiterado muchas veces. La brecha de desarrollo económico respecto a las economías más avanzadas —que más que duplican el ingreso por habitante de Chile— no se ubica en las grandes empresas, las más modernas y los grandes exportadores. La mayor brecha de productividad se ubica (i) en los cientos de miles de PYME, (ii) en los trabajadores formales pero de menor calificación y (iii) en los informales, proporcionalmente más numerosos en Chile que en los países desarrollados. Allí están las brechas de productividad entre el 40% promedio de Chile en PPP —y 27% a precios de mercado— y el 100% de los EE.UU. y otras economías avanzadas. Por consiguiente, para crecer y combatir la desigualdad, es imprescindible elevar la productividad y la empleabilidad en estos tres sectores, al reducir la distancia que los separa de los sectores de altos ingresos, y elevar así la productividad e ingresos promedios. Es el desafío en las estructuras productivas, para crecer incluyendo.

Para un desarrollo inclusivo resulta imprescindible recuperar los equilibrios de la macroeconomía real y poner en marcha las tan postergadas políticas de desarrollo productivo que impulsen la formación de capital e innovación, en especial de las PYME.

Recuperar los equilibrios de la macroeconomía real

Es necesario aplicar un set comprensivo de políticas contracíclicas para contrarrestar la gran volatilidad de los mercados financieros y de las exportaciones. Para esto es imprescindible transitar de metas de inflación como objetivo dominante a un balance de objetivos de ella con los de la economía real, como lo hizo Chile entre 1990 y 1995: empleo menos precario y menor informalidad, inversión productiva incluyente, diversificación exportadora, tipo de cambio y balance externo sostenibles; todos estos objetivos son afectados por la forma de hacer macroeconomía. Entre otros comprende (i) operar con una demanda efectiva cercana a la capacidad productiva, evitar auges insostenibles de consumo de importaciones y *booms* de crédito y bursátiles, por una parte, y por otra, actuar con fuerza y coherencia para revertir las situaciones recesivas; (ii) mantener un tipo de cambio real competitivo y estable, con una flexibilidad administrada por la autoridad económica lo cual resulta inviable con los extremos de flotación libre y cuenta de capitales financieros abierta; (iii) recuperar la capacidad de desalentar excesos procíclicos en los flujos especulativos de capitales, ellos han sido causantes de efectos depresivos del crecimiento y regresivos para la equidad. Chile tiene los instrumentos a mano, pues puede decidir, sin consultas o autorización de nadie, retomar una política cambiaria y regular contracíclicamente los flujos de capitales financieros. Como punto (iv) la política fiscal debe avanzar desde su actual relativa neutralidad, hacia un enfoque plenamente contracíclico —con impuestos y gastos contracíclicos—, recuperando la capacidad de acción, que se ha debilitado; y (v) aplicar activamente un conjunto integral de políticas contracíclicas exige una coordinación plena entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

Políticas de desarrollo productivo

Aparte de la corrección del sesgo contra las PYME y la inversión productiva de una política macroeconomía procíclica —metas de inflación dominantes, cuenta de capitales abierta y tipo de cambio libre—, se requieren reformas del mercado de capitales para un mayor acceso al financiamiento interno de largo plazo, la transmisión de tecnología, la capacitación empresarial y laboral. En mercados comerciales internacionales que probablemente se expandan más lentamente que en los decenios anteriores, una compensación del vacío que dejan reside en (i) aumentar el valor agregado en la composición de las actuales exportaciones y (ii) que en algunos rubros los actuales proveedores de los exportadores de Chile —y muchos nuevos impulsados por una política coherente y persistente de clústeres— se puedan también transformar en exportadores de bienes y servicios intermedios en la producción de recursos naturales. Aquí hay un espacio para la reactivación de la cooperación o integración comercial de América Latina.

Lo recién expuesto cubre la dimensión hacia el exterior. Como se mostró, más del 70% de la producción de Chile se destina a los mercados internos, y es allí donde la abrumadora mayoría de las PYME opera, con sus actuales brechas de productividad respecto a las grandes empresas locales y de las PYME del mundo desarrollado. Como se reiteró, la posibilidad de crecer sostenidamente descansa en acortar esas brechas —al promover la investigación y el desarrollo, la capacitación laboral y la reforma del mercado de capitales— con las pequeñas empresas agregando un aporte al PBI proporcionalmente más creciente que el de las grandes.

La integración indiscriminada de Chile a los mercados de capitales financieros es una gran traba para ello. Un mercado regulado en Chile de esos fondos es una condición indispensable por muy difícil que sea ir contra la fuerte ideología «financierista» y el *lobby* tan poderoso que ha logrado mantener las condiciones que llevaron a las crisis asiática y global.

Los agentes económicos especializados en la colocación de fondos financieros, que pueden ser muy eficientes en su campo, pero que operan con horizontes de planeación cortos —por formación y por las recompensas a que están afectos—, han sido determinantes en la evolución de la coyuntura macroeconómica regresiva y depresiva del crecimiento y han influido decisivamente en el diseño de las políticas en los países de América Latina. Chile se incorporó fuertemente a estas tendencias desde 1999. Esto implica el predominio de una actitud «financierista» sobre un enfoque «productivista», lo que entra en conflicto con el doble objetivo de crecer con equidad, que requiere mejorar los incentivos para aumentar el *stock* de capital y la productividad, con innovación y capacitación laboral, más que privilegiar la búsqueda de rentas financieras o ganancias de capital. Las propuestas precedentes son ingredientes para un renovado enfoque «productivista e incluyente».

BIBLIOGRAFÍA

- Acevedo, Maximiliano, Jessica Chamorro, Jorge Rodríguez & Alejandra Vega (2015). *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile. Serie Estudios de Finanzas Públicas No. 23*. Santiago: Ministerio de Hacienda de Chile. http://www.dipres.gob.cl/598/articles-133158_doc_pdf.pdf
- Agosin, Manuel, Nicolás Grau & Christian Larraín (2009). *Industrial policy in Chile. Serie Documento de trabajo No. 294*. Santiago: Universidad de Chile. <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/144090/Industrial-Policy.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Agostini, Claudio (2008). *Los impuestos importan. Documento de trabajo No. 22*. Santiago: Observatorio Económico de la Universidad Alberto Hurtado. <http://repositorio.uahurtado.cl/bitstream/handle/11242/5021/pdf-observatorio-n22.pdf?sequence=1>
- Banco Central de Chile (2016). *Informe de Política Monetaria – IPoM*. Santiago: Banco Central de Chile.

- Bárcena, Alicia & Antonio Prado (eds.) (2015). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina a inicios del siglo XXI*. Santiago: Cepal.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia & Paolo Mauro (2010). *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note SPN/10/03. Washington D.C.: International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
- Cepal (2015). *Balance preliminar de América Latina y el Caribe*. Santiago: Cepal.
- Cepal (2010). *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*. Santiago: ONU.
- Corfo/UAI (2016). Evolución de la PTF en Chile. *Boletín Trimestral*, 9, 1-20.
- Dipres (2016). *Informe de finanzas públicas*. Santiago: Ministerio de Hacienda.
- Dipres (2016). *Estado de operaciones del gobierno a diciembre de 2015*. Santiago: Ministerio de Hacienda.
- Direcon (2016). *Reporte trimestral enero-diciembre 2016*. Santiago: Ministerio de Relaciones Exteriores.
- Dodd, Randall & Stephany Griffith-Jones (2007). *Report on derivatives markets: stabilizing or speculative, impact on Chile and a comparison with Brazil*. Documentos de Proyectos No. 134. Santiago: Cepal. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/3559>
- Ffrench-Davis, Ricardo (2010). Macroeconomía para el desarrollo: desde el «financierismo» al «productivismo». *Revista Cepal*, 102, 7-28.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2014). *Chile entre el neo-liberalismo y el crecimiento con equidad* (quinta edición). Santiago: JCSáez Editor.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2015). Chile since 1999: from counter-cyclical to pro-cyclical macroeconomics. *Comparative Economic Studies*, 77(3), 426-53.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2016b). *Chile en la economía internacional: trayectoria reciente y desafíos*. Santiago: FCE/RIAL.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2016a). La experiencia de Chile con el Balance Fiscal Estructural. *Cuadernos de Economía*, XXXV(67), 149-170.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2015). Financial stability and the trans-pacific partnership: lessons from Chile and Malasia. *Global Policy*, 6(4), 330-342.

- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2011). Exchange rate regimes in Latin America. En Ocampo, José Antonio y Jaime Ros (eds.), *The Oxford handbook of Latin American economics* (pp. 187-221). Nueva York: Oxford University Press.
- Korinek, Anton (2011). The new economics of prudential capital controls: A research Agenda. *IMF Economic Review*, 59(3), 523-561.
- Magud, Nicolás & Carmen Reinhart (2007). Capital controls: an evaluation. En Sebastian Edwards (ed.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices and consequences* (pp. 645-674). Chicago: University of Chicago Press.
- Ocampo, José Antonio (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas contracíclicas y transformación productiva. *Revista Cepal*, 104, 7-36.
- Prochile (2016). *Biblioteca*. <https://www.prochile.gob.cl/documentos/>. Fecha de consulta: s.f.
- Rodrik, Dani (2015). *Economics rules*. Nueva York: Norton.
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (2015). *Informe de endeudamiento de los clientes bancarios 2015*. Santiago: SBIF. https://www.sbif.cl/sbifweb3/internet/archivos/publicacion_10992.pdf
- Williamson, John (2008). Do development considerations matter for exchange rate policy? En Kevin Cowan y Sebastian Edwards (eds.), *Current account and external financing* (pp. 475-489). Santiago: Banco Central de Chile.
- WTO (2016). *Trade growth to remain subdued in 2016 as uncertainties weigh on global demand*. Nota de prensa. https://www.wto.org/english/news_e/pres16_e/pr768_e.htm. Fecha de consulta: 13/5/2015

DESAFÍOS MACROECONÓMICOS DE COLOMBIA CON EL FIN DEL SUPERCICLO DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS

José Antonio Ocampo, Jonathan Malagón
y Carlos Alberto Ruiz

INTRODUCCIÓN

Desde distintos puntos de vista, el desempeño de la economía colombiana durante el superciclo de precios de los productos básicos de 2004-2013 fue favorable, sobre todo durante la primera fase del auge —2003-2008, antes de la crisis financiera del Atlántico Norte¹—. En efecto, la economía registró la mayor tasa de crecimiento desde la década de 1970, con importantes efectos sociales positivos. La tasa de inversión alcanzó uno de sus máximos históricos y la inflación se redujo a uno de sus niveles más bajos. Al mismo tiempo, la sobrevaloración del tipo de cambio generó déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, pese a que Colombia enfrentó el auge de términos de intercambio más fuerte y prolongado de su historia. Este auge generó efectos de enfermedad holandesa sobre la estructura productiva, sobre todo

¹ Nos referimos a la crisis de 2007-2009 como del Atlántico Norte en vez de crisis financiera global, ya que, pese a que tuvo efectos de alcance mundial, se concentró en los Estados Unidos y Europa Occidental.

durante su segunda fase —2008-2013, después de la crisis del Atlántico Norte—, y la expansión del gasto público pasó a depender excesivamente de los ingresos procedentes del sector petrolero, los cuales a la postre resultaron temporales, como era de esperarse.

El fin del auge de los productos básicos ha generado, por lo tanto, grandes desafíos. Las respuestas fiscales y monetarias han sido procíclicas, reforzando antes que compensar los efectos del deterioro en las condiciones externas. La fuerte depreciación del peso ha abierto la posibilidad de revertir los efectos de la enfermedad holandesa que caracterizó el auge, pero sus efectos positivos sobre el crecimiento económico vendrán con rezago, ya que la depreciación aceleró la inflación, lo cual condujo al endurecimiento procíclico de la política monetaria. A pesar de que la desaceleración del crecimiento ha sido más débil que en otros países sudamericanos, los desequilibrios externos se mantienen, hay dificultades en el frente fiscal y la economía está en busca de nuevos motores de crecimiento.

Este ensayo analiza los retos macroeconómicos que la economía colombiana enfrenta al fin del superciclo de precios de productos básicos. La sección siguiente examina el comportamiento de la economía durante el auge de dichos productos y presenta un primer análisis a los efectos de la crisis. La segunda y la tercera analizan los desafíos generados por el deterioro de las cuentas externas, tanto en términos de la balanza de pagos como del patrón de crecimiento. La cuarta sección centra su atención sobre la aceleración de la inflación y su relación con la depreciación del tipo de cambio. La quinta analiza los retos fiscales. La última presenta las conclusiones. A lo largo del trabajo, se hace uso de ensayos previos de los autores y de simulaciones que se resumen a lo largo del texto; las especificaciones y parámetros de estas simulaciones se presentan en anexos.

DESEMPEÑO DURANTE EL AUGE DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS Y SU RECIENTE CAÍDA

Después de un pésimo desempeño durante la crisis de las economías emergentes de fines del siglo XX y comienzos del XXI, que condujo en 1999 a la peor recesión de la historia del país, la economía colombiana creció dinámicamente durante los años de auge de precios de productos básicos². El crecimiento fue superior al promedio de América Latina durante las dos fases del auge, aunque más lento durante el segundo (gráfico 1a). Al igual que en la región en su conjunto, este fue el mejor resultado desde la década de 1970, aunque no alcanzó la tasa máxima de crecimiento que caracterizó el periodo 1967-1974. Sin embargo, gracias a la desaceleración del aumento de la población, el crecimiento del PIB per cápita alcanzó un 3,6% durante el decenio 2003-2013, muy cercano al alcanzado entre 1967-1974 (3,7%).

El rápido crecimiento estuvo acompañado por una inflación más lenta en 2010-2013 —véase el gráfico 5 más adelante—, lo que refleja no solo el buen desempeño de la política monetaria, sino también el impacto positivo de la reducción de la inflación mundial después de la crisis del Atlántico Norte (Ocampo & Malagón, 2015). La tasa de inversión también creció sustancialmente, sobre todo durante la segunda fase del auge, y alcanzó uno de los niveles más altos de la historia del país y uno de los más elevados de América Latina en años recientes (gráfico 1b).

² Para un amplio análisis de las condiciones en Colombia durante los años de expansión, véase Ocampo (2015a). Los datos comparativos se basan en información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, la más reciente de Cepal (2016) y Cepal (2015b) sobre las condiciones sociales.

Gráfico 1a. Crecimiento del PIB y de la inversión – Crecimiento del PIB

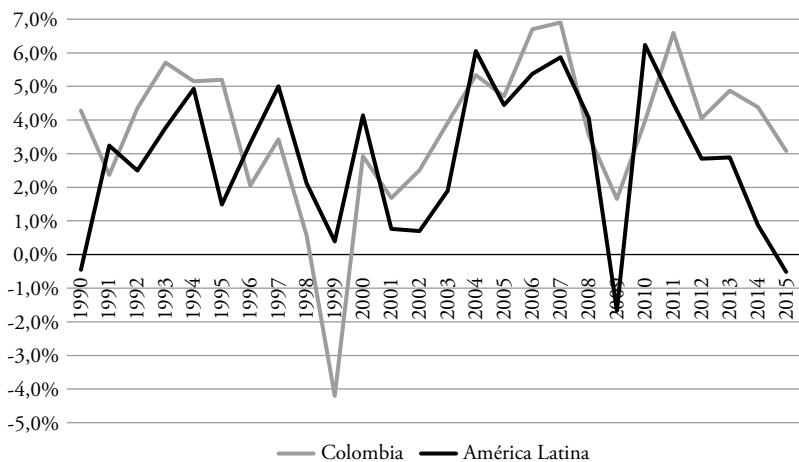
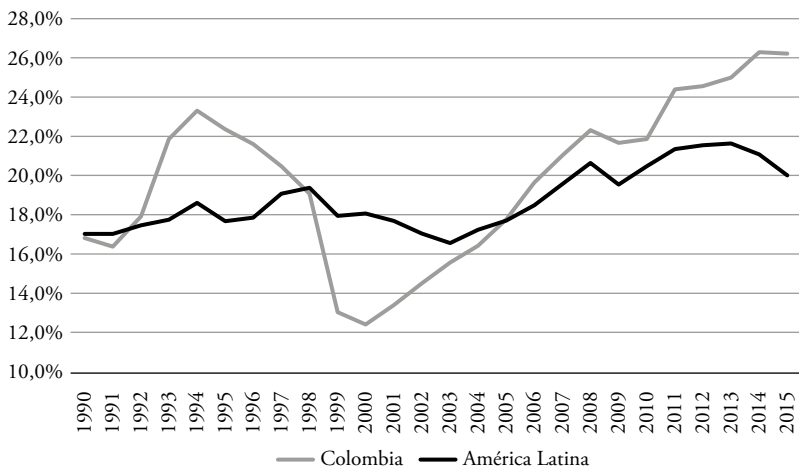


Gráfico 1b. Crecimiento del PIB y de la inversión – Tasa de inversión (% del PIB a dólares constantes del 2010)



Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos Cepal.

El crecimiento se reflejó en la mejoría de muchos otros indicadores. El desempleo cayó a niveles de un dígito en 2013, el mejor registro de dicha variable durante dos décadas, aunque todavía alto para los patrones latinoamericanos. La tasa de pobreza se redujo de 49,7% de la población en 2002 a 28,6% en 2014, una disminución más rápida que la de la región en su conjunto, y la distribución del ingreso también mejoró, aunque de una forma menos notable, y sigue registrando uno de los peores niveles de América Latina y del mundo. El aumento del gasto público generó, a su vez, un aumento de los servicios sociales del Estado, en algunos casos también por encima de los patrones latinoamericanos, en particular en materia de expansión de la protección social.

El desempeño positivo del país se asoció a condiciones externas excepcionales, que se reflejaron en particular en el auge más fuerte y prolongado de los términos de intercambio que se haya registrado en su historia (Ocampo, 2015a, gráfico 5). Esto fue posible gracias a los altos precios del petróleo, un producto que representó aproximadamente la mitad de las exportaciones del país durante la segunda fase del auge. La financiación externa fue abundante, como se refleja en altos niveles de inversión extranjera directa (IED), en particular para los sectores de petróleo y minería, y un amplio acceso a los mercados internacionales de capitales. Por el contrario, el efecto más negativo de la gestión macroeconómica fue la sobrevaloración del tipo de cambio, lo cual generó efectos de enfermedad holandesa (Ocampo & Malagón, 2015). La modesta acumulación de reservas internacionales en relación con los patrones regionales contribuyó a este resultado.

Los efectos de la crisis han sido una desaceleración en el crecimiento económico, pero a un ritmo más lento que América Latina y, en particular, de América del Sur, donde se ha concentrado la recesión de la región (gráfico 1a). Esto también ha limitado los efectos sociales adversos. Además, la sobrevaloración del tipo de cambio se ha corregido, aunque a corto plazo a costa de una mayor inflación y una respuesta procíclica de la política monetaria. Hasta ahora, sus efectos sobre

la balanza comercial se han limitado en gran medida a la sustitución de importaciones en algunos sectores. Los ingresos por exportaciones han disminuido sensiblemente debido a los bajos precios de productos básicos y a la depresión de los mercados regionales donde se destina la mayor parte de las exportaciones de manufacturas del país. Un efecto neto de esto ha sido un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos elevado y claramente insostenible, lo que representa el desequilibrio más importante que afronta la economía. La política fiscal enfrenta también retos importantes, dada la pérdida de los ingresos fiscales provenientes del petróleo y las demandas de gasto público que generará el proceso de paz con las dos organizaciones guerrilleras (FARC y ELN)³. También existen desafíos fiscales asociados a la estructura tributaria distorsionada por reformas tributarias anteriores.

RETOS DEL SECTOR EXTERNO

Al igual que en otros países de América Latina, el desempeño económico de Colombia durante las últimas décadas se ha caracterizado por la «dominancia de la balanza de pagos», es decir, por el predominio del sector externo en la dinámica de las fluctuaciones económicas (Ocampo, 2016). Lo anterior obedece a cuatro características estructurales de la economía. La primera es la alta proporción de las exportaciones de productos básicos, los cuales están sujetos a fuertes oscilaciones de los precios respecto a los de los productos manufacturados, los cuales constituyen, a su vez, el grueso de las importaciones del país. La segunda es el carácter procíclico de la financiación externa que enfrentan típicamente las economías emergentes, tanto en términos de disponibilidad como de costos, lo cual se refleja en la menor disponibilidad y el aumento de

³ Al momento de escribir este artículo (octubre de 2016), el acuerdo con las FARC se encontraba nuevamente en discusión después de su rechazo en el Plebiscito del 2 de octubre de 2016, pero se espera que sea finalmente suscrito con algunas variaciones en los próximos meses. Las negociaciones con el ELN apenas se habían iniciado.

los márgenes de riesgo y, por ende, del costo de financiamiento durante las crisis y, en casos extremos, en una interrupción súbita del acceso a los mercados de capitales (*sudden stop*). La tercera es la fuerte presión que ejercen los dos factores anteriores sobre la política macroeconómica, que la lleva con frecuencia a comportarse en forma procíclica, acentuado en vez de mitigar el efecto de los choques externos. Esta característica de la dominancia de la balanza de pagos solo puede ser contrarrestada en parte con una hoja de balance externo más sólida y, en particular, por una mayor acumulación de reservas internacionales, menores coeficientes de endeudamiento externo y endeudamiento de corto plazo muy limitado. La cuarta característica, que constituye su dimensión interna, es la diferencia entre ahorro e inversión, lo que implica que parte de la inversión debe ser financiada con ahorro externo a lo largo del ciclo externo.

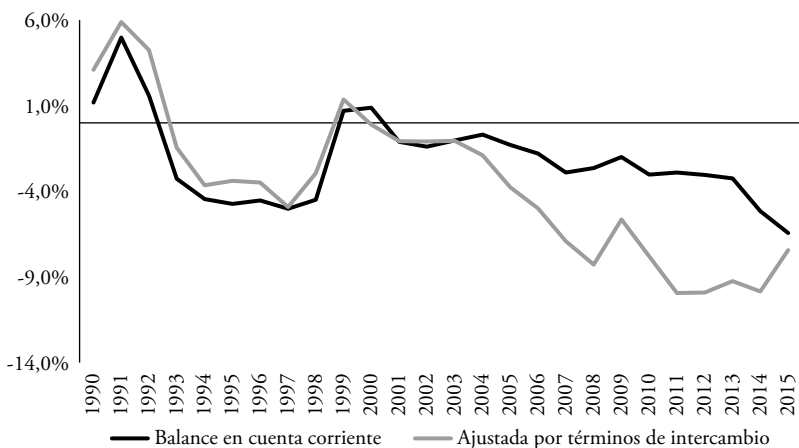
El gráfico 2 (a y b) muestra el comportamiento de la cuenta corriente y del balance ahorro-inversión durante los dos ciclos más recientes que ha experimentado la economía colombiana. El primero se caracterizó por un deterioro durante la mayor parte de la década de 1990, seguido por un fuerte ajuste a fines del siglo, el cual, como ya se indicó, generó la peor recesión en la historia del país. Como lo indica la evolución del saldo de la cuenta corriente ajustada por términos de intercambio (gráfico 2a)⁴, esta última variable jugó un papel menor en la dinámica de la cuenta corriente durante este ciclo. El deterioro en la cuenta corriente estuvo asociado a los efectos de la liberalización del comercio exterior de comienzos de la década de 1990 y a la apreciación simultánea del peso asociada a la fase ascendente del ciclo de financiamiento externo. Este último se caracterizó por un auge durante la mayor parte de la década, en particular de la inversión extranjera y el endeudamiento del sector privado —véase el gráfico 4b más adelante—,

⁴ El ajuste se estima restando del valor de las exportaciones de bienes la mayor capacidad para importar que generaron las ganancias en los términos de intercambio respecto a un año base —2003, año previo al superciclo de precios de productos básicos—.

seguido de una interrupción súbita en los flujos de capital generado por la crisis que se desencadenó en Asia Oriental en 1997 y se extendió posteriormente al resto de las economías emergentes. Como lo muestra el gráfico 2b, el déficit externo estuvo asociado no solo a una recuperación de la inversión sino, aún más, a la reducción de la tasa de ahorro interno que caracterizó la mayor parte de la década de 1990; esta última pudo obedecer, al menos en parte, a la liberalización financiera interna de comienzos de la década de 1990. La reducción en el ahorro interno estuvo acompañada, de hecho, por un auge en el crecimiento del crédito que condujo a una crisis financiera interna a fines de la década. Aunque moderada para los estándares internacionales en términos de costos fiscales —alrededor del 6% del PIB—, la crisis paralizó el financiamiento interno, en especial el hipotecario, lo cual contribuyó de manera significativa a la recesión de 1999 (Ocampo, 2015b, cap. III).

El ciclo reciente ha tenido características diferentes. Estuvo dominado durante su fase ascendente por una fuerte y larga mejoría en los términos de intercambio, los cuales experimentaron una reversión temporal durante la crisis del Atlántico Norte, y una fase descendente que se inició con el colapso de los precios de los productos que se produjo a mediados de 2014. A pesar de ello, el déficit en cuenta corriente aumentó, lo que indica que el gasto interno se incrementó más que los ingresos, generando un déficit acumulado del 24% del PIB entre 2004 y 2013. Por otra parte, la cuenta corriente ajustada del gráfico 2a, que alcanzó un déficit acumulado de 45% del PIB en este mismo periodo, muestra que hubo un deterioro aún mayor si deducimos las ganancias generadas por la mejoría de los términos de intercambio. Lo anterior indica que el país no solo gastó, sino que gastó en exceso el auge de las materias primas, y por un amplio margen. Los aspectos positivos de este proceso fueron la alta tasa de inversión que caracterizó estos años y el hecho de que el país evitó la tendencia adversa en el ahorro interno que había sido una característica dominante del auge de los años 1990 (gráfico 2b).

Gráfico 2a. Cuenta corriente, ahorro e inversión
(% del PIB a precios corrientes) - Balance de cuenta corriente



Fuente: estimación de los autores a partir de los datos del Banco de la República. La estimación ajustada deduce las ganancias o pérdidas en la capacidad de comprar de bienes asociadas a la variación en los términos de intercambios en relación al año 2003.

Gráfico 2b. Cuenta corriente, ahorro e inversión
(% del PIB a precios corrientes) - Ahorro e inversión

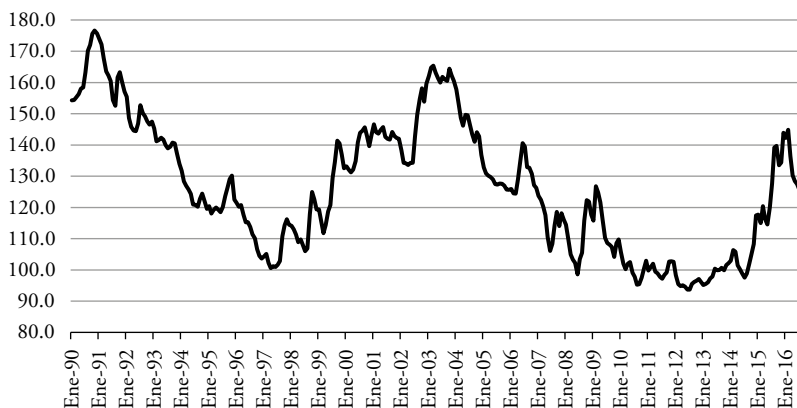


Fuente: cuentas nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Una razón básica del deterioro en cuenta corriente durante los años de auge de los términos de intercambio fue la apreciación masiva del tipo de cambio real que tuvo lugar, sobre todo después de la crisis del Atlántico Norte, mucho más fuerte y prolongada que la que se había experimentado durante el auge de financiamiento externo de los años 1990 (gráfico 3). El análisis de Ocampo y Malagón (2015) indica que hubo un mayor esfuerzo por evitar la apreciación antes que después de la crisis del Atlántico Norte, en particular el uso de regulaciones sobre ingresos de capitales en 2007-2008 que estuvieron ausentes en años posteriores, así como la acumulación limitada de reservas internacionales si se compara con los patrones de otros países latinoamericanos. Esta gestión cambiaria contrasta, además, con la tradición que había acumulado el país en el manejo de las bonanzas cafeteras del siglo pasado —en particular durante el auge de la segunda mitad de la década de 1970 y la más corta de 1986—, durante las cuales el país generó un fuerte superávit en la cuenta corriente y ahorros en el FMI Nacional del Café.

Aunque hubo una depreciación del tipo de cambio nominal y real sustancial a partir del colapso de los precios del petróleo a mediados de 2014 (gráfico 3), solo comparable en el contexto latinoamericano al caso de Brasil, la corrección de los desequilibrios en cuenta corriente ha llegado con cierto retraso. Se ha llevado a cabo fundamentalmente a través de una reducción de las importaciones, ya que las exportaciones de productos básicos siguen estando afectadas negativamente por los bajos precios —aunque con una tendencia ligeramente positiva después de golpear el piso a comienzos de 2016— y por la desaceleración o recesión de los países vecinos que son los principales mercados para las exportaciones de manufacturas del país. Dada la caída del PIB en dólares como resultado de la fuerte depreciación del tipo de cambio, el déficit en cuenta corriente aumentó en 2014 y 2015 como proporción del PIB, pero comenzó a caer en 2015 si se ajusta por los términos de intercambio (gráfico 2a). Mejoró aún más en 2016, con base de nuevo en una contracción de las importaciones —más del 20% durante el primer semestre del año—.

Gráfico 3. Tasa de cambio real (2010 = 100)

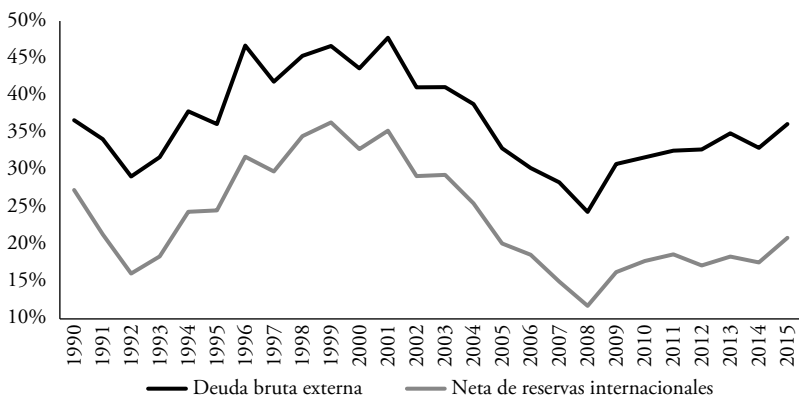


Fuente: Banco de la República. Un incremento en el índice significa una depreciación.

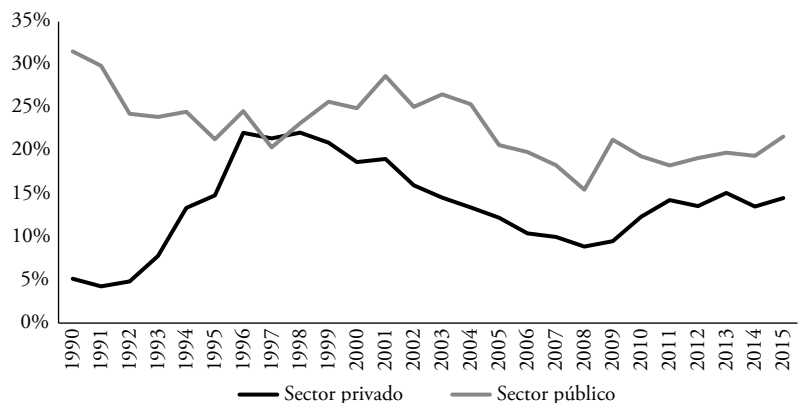
Estos desequilibrios se han financiado adecuadamente hasta el momento, tanto por altos niveles de IED —que cayeron en 2015, debido a la caída de dicha inversión en los sectores petrolero y minero, pero siguieron siendo elevados, del 4,1% del PIB— y un acceso adecuado al financiamiento externo. De hecho, las reservas internacionales se han mantenido esencialmente constantes, indicando además que el Banco de la República —el banco central de Colombia— ha optado por permitir que el tipo de cambio alcance un nuevo equilibrio sin sacrificar el auto-aseguramiento que proporcionan las reservas. El país también ha mantenido el acceso a la línea de crédito flexible del FMI, que proporciona financiamiento de contingencia, así como la evaluación positiva de esa institución sobre las condiciones macroeconómicas del país. Sin embargo, esto significa que los coeficientes de endeudamiento externo han seguido aumentando, tanto en términos brutos como netos de reservas internacionales, aunque todavía se mantienen por debajo de los niveles alcanzados antes del auge de precios de productos básicos (gráfico 4a). Sin embargo, los altos desequilibrios externos, junto con los problemas fiscales que enfrenta el país, ya han dado lugar

en 2016 a descensos a «perspectiva negativa» de la calificación crediticia por parte de dos de las tres principales agencias internacionales que realizan dicha tarea, lo cual puede conducir a la pérdida de grado de inversión de la deuda soberana de Colombia.

**Gráfico 4a. Deuda externa (% de PIB a tasa de cambio de paridad del 2003)
Reservas internacionales brutas y netas**



**Gráfico 4b. Deuda externa (% de PIB a tasa de cambio de paridad del 2003)
Deuda de los sectores público y privado**



Fuente: estimación de los autores a partir de los datos del Banco de la República.

Para calcular la magnitud del ajuste en la cuenta corriente requerido, se estimó un modelo de sostenibilidad de la deuda que sigue el propuesto por Gratreux (2009, anexo 1). La estimación apunta a una trayectoria —más bien moderada— que garantice un nivel de endeudamiento sostenible en tres años (en 2019), al considerar un potencial de crecimiento del PIB entre el 3 y el 4% por año. Los resultados indican que el déficit en cuenta corriente que es consistente con una relación estable del coeficiente deuda externa/PIB se encuentran en un rango de 2,9 a 3,2% del PIB. Esto exige un ajuste considerable del balance en cuenta corriente —unos 3 puntos porcentuales del PIB si se compara con 2015—, e indica que el desequilibrio externo es la principal limitación que enfrenta la economía colombiana hoy.

RETOS DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y DEL SECTOR EXPORTADOR

A pesar de que la sustitución de importaciones en curso es parte del ajuste deseable, un elemento aún más importante es la expansión y diversificación de las exportaciones, un resultado que no se ha materializado hasta ahora. La única señal positiva en ese sentido es el aumento en el valor de las exportaciones no tradicionales —es decir, aparte de las de petróleo, minería y café— a los países desarrollados en 2016, que sin embargo no ha compensado la reducción de las exportaciones no tradicionales a mercados regionales. Un tipo de cambio estable y competitivo es, por supuesto, la señal de mercado esencial que necesitan los agentes económicos para diversificar la base exportadora, aparte de un mejor aprovechamiento de los acuerdos de libre comercio que Colombia ha suscrito, ya que el crecimiento y diversificación de las exportaciones derivado de los acuerdos han sido hasta ahora muy modestos.

Un ajuste de la cuenta corriente con el apoyo de crecimiento de las exportaciones y la sustitución competitiva de importaciones es también esencial para el crecimiento económico a largo plazo. Una forma de confirmar esta conclusión es estimar la ley de Thirlwall ampliada

—que incluye los flujos de capital—, que especifica el ritmo de crecimiento sostenible con el equilibrio a largo plazo de la balanza de pagos. Al seguir la especificación de García y Ruiz (2009), dicha ley se estimó para Colombia para el periodo 1975-2013 (Anexo 2). Los resultados indican que el crecimiento restringido por balanza de pagos del país durante este periodo fue de 4,2%, muy similar a la tasa observada de 3,8%. El crecimiento se vio limitado tanto por el lento crecimiento de los volúmenes de exportaciones —5,7% al año—, así como por la alta elasticidad de la demanda de importaciones (1,44), que en todo caso es más baja que las estimaciones alternativas que se han hecho en años recientes y que oscilan entre 1,4 y 2,1.

Una consecuencia importante de esto es que la aceleración del crecimiento económico requiere de una ambiciosa estrategia de política de desarrollo productivo que ayude a superar las limitaciones externas a las cuales se enfrenta la economía colombiana. Esto significa, en particular, una estrategia que se centra en los vínculos entre la estructura productiva y el crecimiento económico, acorde con el enfoque de la tradición estructuralista latinoamericano, así como de diferentes aportes de la literatura económica contemporánea (en particular Hausmann, Hwang y Rodrik, 2007).

Una mirada a los patrones recientes de crecimiento del país puede dar algunas pistas sobre los ajustes requeridos. La tabla 1 muestra el ritmo de expansión de los diferentes sectores y de las exportaciones durante las dos fases del auge de las materias primas y durante la reciente desaceleración. Indica claramente que el mayor crecimiento durante la primera fase del auge (2003-2008) estuvo asociado con una estructura mucho más saludable de crecimiento económico, que incluyó, en particular, una fuerte contribución de la industria manufacturera, tanto al crecimiento del PIB como de las exportaciones. De hecho, el coeficiente de industrialización —participación de las manufacturas en el valor agregado— experimentó una recuperación leve entre 2000 y 2007, lo que revirtió temporalmente la tendencia de la desindustrialización que

ha experimentado Colombia desde mediados de la década de 1970 y que se había acelerado con la liberalización del comercio de comienzos de los años 1990.

**Tabla 1. Tasa de crecimiento anual del PIB
y de las exportaciones**

	2003-08	2008-13	2013-15
PIB	5,4%	4,2%	3,7%
Agricultura	2,3%	2,1%	3,2%
Minería	3,3%	9,2%	-0,3%
Manufacturas	5,4%	0,7%	1,0%
Construcción	9,4%	6,1%	7,2%
Servicios	5,5%	4,3%	4,4%
Exportaciones	23,4%	9,3%	-22,1%
Petróleo y sus derivados	29,3%	21,6%	-33,8%
Minería	23,1%	6,1%	-20,0%
Café	18,4%	0,0%	15,8%
Agricultura sin café	18,5%	-1,0%	-6,4%
Manufacturas	21,2%	-2,4%	-7,0%

Fuente: DANE (cuentas nacionales) y Banco de la República.

Por el contrario, durante la segunda fase del auge (2008-2013), el PIB y el crecimiento de las exportaciones llegaron a depender excesivamente del petróleo y la minería —carbón, níquel y oro—, que se convirtió en no solo la principal fuente de crecimiento del PIB, junto con construcción y servicios, sino también en la única fuente de crecimiento de las exportaciones. El coeficiente de industrialización se redujo de 15,6% del PIB en 2007 al 12,8% en 2013, y la agricultura también se comportó desfavorablemente. La reciente desaceleración ha estado asociada con una contracción de la minería, en particular la producción de petróleo, pero hubo señales en 2016 de una aceleración de la industria manufacturera y de varios renglones agropecuarios.

Estos patrones también muestran la estrecha relación que existe entre los patrones de crecimiento y la tasa de cambio real. La reversión temporal del proceso de desindustrialización a principios del siglo XXI estuvo asociada, sin duda, a un tipo de cambio muy competitivo (gráfico 3). Sin embargo, la principal característica de la segunda fase del auge de precios de productos básicos fue, como ya lo hemos señalado, una apreciación fuerte y prolongada del tipo de cambio acompañada por acciones muy limitadas para moderar este proceso. En términos de estructura económica, el resultado fue la evidente enfermedad holandesa que se experimentó durante estos años, tal como se refleja en el crecimiento extremadamente lento de la industria manufacturera y el sector agropecuario, así como la excesiva dependencia de las exportaciones petroleras y mineras, lo que hizo que la economía fuese muy vulnerable al colapso de los precios de los productos básicos —especialmente de petróleo—, que finalmente se materializó a mediados de 2014.

De cara al futuro, un foco importante debe ser la construcción y consolidación de las fortalezas que tiene Colombia, tanto en la estructura de producción como de exportaciones. Siguiendo a Hausmann, Hwang y Rodrik (2007), los ejercicios de Hausmann y Klinger (2008) y Martínez y Ocampo (2011), el punto de partida es la identificación de los sectores de exportación con mayor contenido tecnológico que ya tiene el país, y que se refleja en el hecho de que son exportados también por los países con un ingreso per cápita superiores al de Colombia (Anexo 5)⁵. Esto incluye algunos medicamentos, productos petroquímicos, plásticos, cosméticos y productos eléctricos. Estos y los sectores relacionados están en gran parte basados en recursos naturales y manufacturas de tecnología media y representan una proporción muy pequeña de las exportaciones de Colombia (6,6%). Se necesita, por lo tanto, una

⁵ En particular, se estimaron los sectores en los que el indicador de «complejidad de los productos» (PRODY) de Hausmann y otros (2007) para Colombia es de 1,2 veces el promedio internacional.

estrategia de desarrollo productivo ambiciosa y de largo plazo con un fuerte enfoque en el contenido tecnológico y de conocimiento de las exportaciones y, en general, de las actividades productivas (Martínez & Ocampo, 2011). La reindustrialización debe ser un componente esencial de esta estrategia, pero a ella pueden contribuir igualmente renglones agropecuarios con contenidos tecnológicos —por ejemplo, frutas y hortalizas, en la línea de los avances que han tenido en este campo Chile, Costa Rica y Perú— o sectores de servicios en los que Colombia ha demostrado tener una ventaja comparativa y que también se caracterizan por su contenido de conocimiento —algunos servicios culturales y de salud—. Un elemento esencial de esta estrategia es una política macroeconómica que garantice un tipo de cambio real competitivo y estable.

RETOS CAMBIARIOS Y DE INFLACIÓN

Como lo han puesto de relieve Ocampo y Malagón (2015), durante el auge de precios de productos básicos, la política monetaria de Colombia fue particularmente exitosa en cumplir las metas de inflación; de hecho, tuvo el mejor desempeño entre los países que utilizan metas de inflación en América Latina. Utilizando tanto instrumentos micro como macroprudenciales y fuerte supervisión, la política financiera también tuvo éxito en garantizar indicadores sólidos del sistema financiero nacional —alta capitalización y calidad de la cartera de los bancos—, evitando así los problemas que enfrentó dicho sector durante de la crisis de fines del siglo XX. Sin embargo, como hemos visto, Colombia fue ineficaz en evitar la sobrevaloración cambiaria y sus efectos de enfermedad holandesa durante los años de expansión, así como para evitar la respuesta procíclica de política monetaria durante la reciente baja de los precios de productos básicos, lo cual indica la importancia de la dominancia de la balanza de pagos.

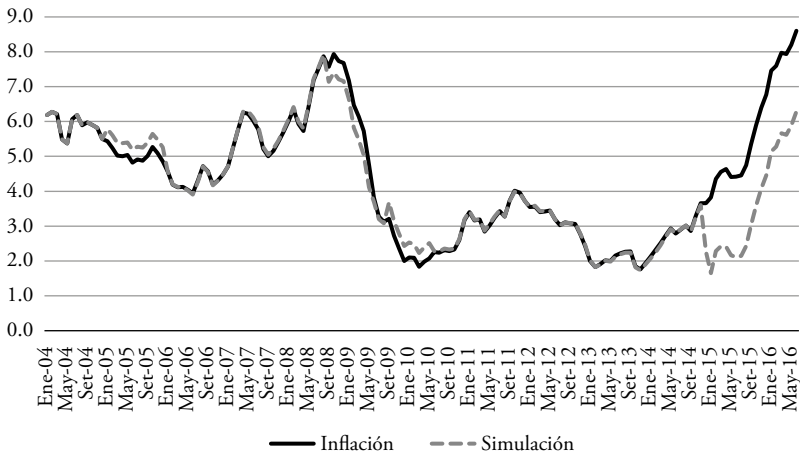
Lo que es notable y en algún sentido paradójico es que la intervención limitada en el mercado de divisas también tuvo efectos adversos sobre la tasa de inflación, el objetivo principal del Banco de la República, desencadenando precisamente la respuesta monetaria procíclica —un alza de 3,5 al 7,75% de la tasa de interés de intervención entre abril de 2014 y agosto de 2016—. Las dos cuestiones cruciales en este sentido son el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación interna y la capacidad del Banco de la República de moderar la trayectoria del tipo de cambio a través de una intervención más activa en los mercados de divisas. Ambos efectos son moderados en Colombia, pero no inexistentes. De acuerdo con estudios previos de otros autores, la intervención más activa en los mercados de divisas no puede afectar a la trayectoria del tipo de cambio, pero sí su nivel. A su vez, el coeficiente de traspaso de la devaluación sobre la inflación («*pass-through*») se ha incrementado en los últimos años debido a un aumento de la participación de los bienes importados en la canasta de consumo y a un mayor contenido de insumos importados de los bienes de dicha canasta que se producen en el país, lo que genera aumentos en los costos de producción cuando se deprecia el tipo de cambio⁶.

El gráfico 5 compara la trayectoria de la tasa de inflación con un escenario alternativo en el cual el Banco de la República hubiese acumulado reservas adicionales por US\$ 2400 millones por año entre 2005 a 2014 y vendido US\$ 667 millones por mes —es decir, a un ritmo anual de US\$ 8000 millones por año— en 2015-2016. Esta simulación indica que los costos de la acumulación de reservas en términos de inflación hubiesen sido mínimos, pero que el Banco hubiese podido moderar la depreciación del tipo de cambio que se produjo desde mediados de 2014 hasta principios de 2016 —35% de depreciación en vez de cerca del 60%—, lo que, a su vez, hubiese moderado significativamente el aumento

⁶ Estimaciones previas indican un coeficiente de traspaso de 0,064, pero la estimada y utilizada en este ejercicio es 0,102. A su vez, se estima que la tasa de cambio se incrementa en un peso por dólar por cada US\$ 25 millones de acumulación de reservas.

de la inflación: de 8,6% a 6,3% en junio de 2016. Asimismo, si la inflación hubiese disminuido, la credibilidad de la capacidad del Banco de la República para lograr la meta de inflación se habría mantenido, evitando la respuesta monetaria procíclica. Esto es fundamental, ya que esta última se centró en responder a dos choques de oferta —el de la tasa de cambio generado por el colapso de los precios del petróleo y las crisis climáticas que afectaron los precios internos de los alimentos—, por lo que su eficacia es discutible. Los efectos macroeconómicos de evitar esta respuesta procíclica no habrían sido insustanciales, ya que el aumento en las tasas de interés de los bancos centrales se difunden a través de la economía, lo que lleva a una desaceleración en el crecimiento del crédito real —desde el 11,5% en 2014 al 8,3% en 2015 y 5,2% en 2016⁷— que tiene efectos negativos sobre la demanda y la actividad económica internas.

Gráfico 5. Inflación anual y simulación con mayores intervenciones en el mercado cambiario



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

⁷ El crecimiento real del crédito de enero-abril 2016 fue del 4,6%, y la Asociación Bancaria de Colombia estima un crecimiento del 5,5% para el segundo semestre.

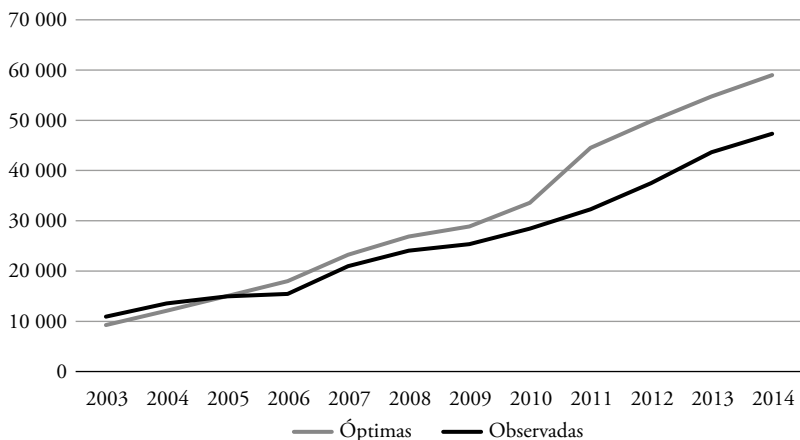
Las intervenciones más activas en los mercados de divisas habrían generado, además, una mayor capacidad para gestionar una posible interrupción súbita del financiamiento externo —es decir, mayores niveles de auto-aseguramiento—. Este riesgo aún no se ha materializado durante la reciente desaceleración de la economía, pero se ha reflejado en la evolución de las primas de riesgo, sobre todo después de la caída de los precios del petróleo de mediados de 2014 y de la turbulencia en los mercados mundiales de capital de fines de 2015 y comienzos de 2016, generada en particular por la que experimentó la economía china. También es una posibilidad importante a la luz del aumento esperado en las tasas de interés de Estados Unidos en un futuro próximo.

Un ejercicio interesante en este sentido es la estimación de un modelo de reservas internacionales óptimas en las líneas del de Jeanne y Rancière (2011). La estimación para el periodo 1994-2014 indica que las reservas óptimas del país deberían haber sido del 12% del PIB⁸. Este es un nivel intermedio entre la estimación Jeanne y Rancière del 9% para un conjunto de economías emergentes y el 14,5% en Mejía (2012) para Colombia. Este es un nivel que Colombia solo alcanzó en 2014. Sin embargo, esta metodología es altamente sensible a variaciones en el tipo de cambio y la tasa de rendimiento de los bonos soberanos, como se refleja en particular en el hecho de que el nivel alcanzado por Colombia en 2014 se debió a la caída del PIB en términos de dólares por cuenta de la depreciación del tipo de cambio más que a una verdadera acumulación de reservas.

⁸ Las estimaciones suponen una probabilidad de una interrupción súbita del financiamiento externo del 10%, que genera una reducción en las entradas de capital del 10% y una caída del PIB del 10% en relación con su nivel potencial si se produce dicho evento, una tasa de crecimiento del PIB potencial entre el 3 y 4%, una tasa de interés de referencia de 5% más un margen por riesgo el 1,6% (similar a la media de 2010-2014) y un coeficiente de aversión al riesgo de 2.

Una metodología alternativa (FMI, 2011) estima las reservas óptimas al tener en cuenta los cambios potenciales en las principales variables macroeconómicas. Calculamos este modelo mediante una reducción del 30% en los ingresos de exportación —en vez de la moderada reducción del 5% que utiliza el FMI para el conjunto de exportaciones de las economías emergentes—, estimando sus efectos potenciales sobre las tres variables adicionales incluidas en el ejercicio: la deuda de corto plazo, la inversión extranjera de cartera y M_2 (Anexo 3). Las estimaciones, que se muestran en el gráfico 6, indican las reservas estuvieron por debajo de su nivel óptimo desde 2006 y que la diferencia se amplió durante la segunda fase del auge, cuando los precios del petróleo alcanzaron su punto máximo; en total, señalan que las reservas internacionales de Colombia estuvieron entre US\$ 11 mil y 12 mil millones por debajo del nivel óptimo en 2011-2014.

Gráfico 6. Niveles de reservas observadas y óptimas
(millones de dólares)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de la República.

En síntesis, en virtud de la dominancia de la balanza de pagos, las intervenciones activas en los mercados de divisas son esenciales, no solo como mecanismo de auto-aseguramiento para enfrentar posibles interrupciones súbitas del financiamiento externo, sino también para suavizar la trayectoria de la tasa de inflación, el objetivo principal del Banco de la República, y, como lo hemos señalado en secciones anteriores, para evitar los efectos de enfermedad holandesa durante los periodos de abundancia de divisas.

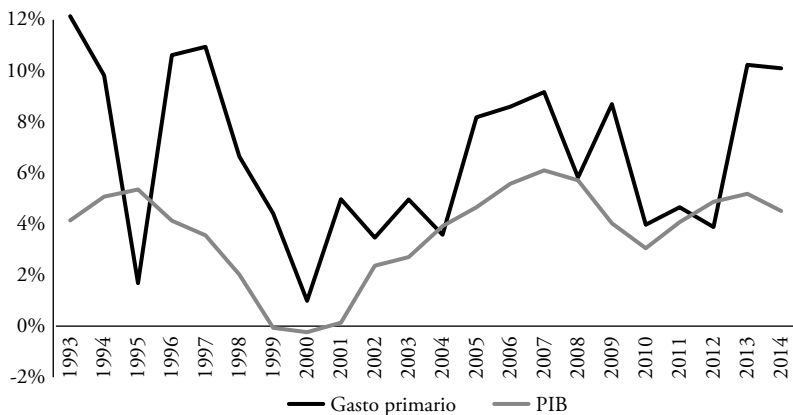
RETOS FISCALES

La dependencia fiscal de los ingresos petroleros también aumentó durante el auge de los precios de productos básicos, alcanzando el 27% de los ingresos del gobierno central y el 4,5% del PIB en 2013. Esto incluye tanto los dividendos pagados al gobierno por Ecopetrol —una empresa estatal, que controla la mayor parte de la producción petrolera del país, pero que cuenta también con accionistas privados minoritarios— y los impuestos sobre la renta de las empresas petroleras, que alcanzaron el 1,9% y el 2,7% del PIB en 2013, respectivamente. A esto hay que añadir una pequeña dependencia de los ingresos del sector minero. En cualquier caso, los cálculos comparativos indican que en la dependencia fiscal de Colombia en 2010-2013 de los ingresos del petróleo y la minería fue menor que en otros países andinos, que concentran la mayor parte de las exportaciones de petróleo y minería en América Latina; en particular, fue mucho menor que las de Bolivia, Ecuador y Venezuela, y más similar, aunque también algo más pequeña, que las de Chile y Perú (Cepal, 2015a, cap. 2). En cualquier caso, el colapso de los precios del petróleo generó una importante brecha fiscal, ya que los ingresos asociados cayeron a solo 0,7% del PIB en 2015, es decir una brecha fiscal equivalente al 3,8% del PIB.

Las estimaciones del desempeño fiscal de Colombia en las dos últimas décadas indican por lo general que el gasto primario del sector público tiende a ser procíclico, aunque con rezagos que reflejan tanto el

ciclo del presupuesto (un año de retraso) como los efectos del aumento de las relaciones de endeudamiento público que se producen como resultado del déficit (gráfico 7). Una actualización de las estimaciones de Ocampo y Malagón (2014) indican que el gasto primario fue en general procíclico o, en el mejor de los casos, «acíclico» en 1993-2014: con un promedio móvil de tres años, es procíclico en tres cuartas partes del tiempo y la correlación entre el gasto primario y el crecimiento del PIB rezagado en un año es de 0,59. A su vez, la estimación de una regresión entre los componentes cíclicos de estas dos variables indica que una reducción del 1% en el crecimiento del PIB se traduce en una disminución de un 0,73% el componente cíclico del gasto primario, con un desfase de un año. Una manifestación importante de la falta de una política fiscal verdaderamente anticíclica es el comportamiento del gasto primario durante el momento más crítico de la crisis del Atlántico Norte: aunque el gobierno respondió a la crisis con un aumento del gasto primario real en 2009, fue obligado a recortar el presupuesto en 2010.

Gráfico 7. Gasto primario del sector público y crecimiento del PIB (promedio móvil de tres años)



Fuente: elaboración propia. La estimación de los autores se hizo con base en los datos del DANE y del Ministerio de Hacienda. La estimación para 1993 es el promedio del crecimiento de 1991 a 1993 y en forma similar para los años siguientes.

Durante los últimos años, el desempeño fiscal ha sido determinado por la «regla fiscal» aprobada por el Congreso en 2011. Siguiendo el modelo chileno de 2000, esta regla incluye tanto objetivos estructurales como las flexibilidades asociadas a la gestión de recesiones cíclicas de impuestos y los ingresos del petróleo que solo son transmitidas gradualmente a la meta fiscal que es vinculante en un año determinado. En cualquier caso, las normas existentes ya han obligado a un ajuste fiscal procíclico importante, en particular de la inversión del gobierno central, que cayó desde el 3,1% del PIB en 2015 un 1,9% de 2016 y disminuiría a solo el 1,1% en 2017 con el actual presupuesto aprobado por el Congreso. La regla incluye también objetivos de endeudamiento, pero estos solo restringirán efectivamente los resultados fiscales después de la administración actual, es decir a partir de 2019.

Las restricciones cíclicas que enfrenta la política fiscal se combinan con tres demandas adicionales. La primera son los mayores gastos que exigirá el acuerdo de paz, en particular para el desarrollo rural —el tema económico esencial en el acuerdo con las FARC—, los costos de desmovilización y reinserción de los guerrilleros y las reparaciones a las víctimas. Diversas estimaciones indican que los costos asociados oscilan entre 1 y 2% del PIB al año⁹. El segundo es el desmantelamiento de impuestos temporales que se decretaron en la reforma tributaria de 2014 y que suman cerca de 2% del PIB. La última es la reducción de la deuda del sector público como proporción del PIB que exige el cumplimiento de la regla fiscal a partir del siguiente periodo presidencial. Este último elemento de la norma es poco realista, tanto porque obligaría a una reducción en el gasto público que es totalmente incompatible con el reciente acuerdo de paz y porque la relación de la deuda del

⁹ Los cálculos más cuidadosos de estos costos, así como de los beneficios de las negociaciones, son los de Rodríguez (2014) (ignoramos aquí, sin embargo, su «escenario ambicioso»). Véanse también las estimaciones cuidadosas de una estrategia de desarrollo rural de Misión para la Transformación del Campo (2016) y las estimaciones previas de Villar y Forero (2014) sobre los costos de la paz.

sector público a PIB, de poco más del 40% del PIB en la actualidad, es moderada para los patrones internacionales y los títulos de deuda correspondientes son demandados por los agentes del mercado como un componente de bajo riesgo de sus carteras. Por esta razón, ese elemento de la regla fiscal debe ser eliminado.

En cualquier caso, la necesidad de recursos públicos que genera las dos primeras demandas exige la adopción de una reforma tributaria de gran alcance. A ello hay que agregar los cambios que requiere la estructura tributaria distorsionada que ha desarrollado Colombia, que se caracteriza por altos impuestos a la renta de las empresas en combinación con bajos impuestos efectivos sobre la renta personal, una larga lista de excepciones en uno y otro caso, y recaudos moderados por concepto del impuesto al valor agregado. El gobierno presentó al Congreso un proyecto de reforma tributaria «estructural» en octubre de 2016, que en gran medida sigue las recomendaciones que presentó un comité de expertos que convocó el gobierno y presentó sus recomendaciones en 2015¹⁰.

Para el cálculo de la magnitud del ajuste fiscal requerido, se estimó un modelo de sostenibilidad de la deuda pública a lo largo de las líneas de Blanchard (1990). Los resultados indican que un déficit primario entre el 0,1% y 0,5% del PIB, y un déficit total entre 2,8% y 3,2% del PIB, son consistentes con el mantenimiento de una relación de endeudamiento público estable, al suponer nuevamente un crecimiento potencial entre 3 y 4% por año (Anexo 4). Dado que los balances actuales son ligeramente mejores que estos resultados, no hay necesidad de ajustes adicionales en este campo —a diferencia, como hemos visto, de los ajustes externos adicionales que sí se necesitan—. La reforma debe, por lo tanto, centrar su atención en mejorar la estructura tributaria, sustituir los impuestos temporales y financiar los costos adicionales que exige el proceso de paz.

¹⁰ Comisión de Expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria (2016).

CONCLUSIONES

El análisis de este ensayo indica que el fin del superciclo de precios de productos básicos genera desafíos importantes para la economía colombiana. Algunos de estos retos reflejan el exceso de demanda interna que caracterizó el periodo de auge, en particular durante su segunda fase —después de la crisis financiera del Atlántico Norte—, la fuerte apreciación de la tasa de cambio real que caracterizó esta fase, los efectos de enfermedad holandesa que generó y la creciente dependencia fiscal de ingresos petroleros durante estos años. Frente a la fuerte caída de los precios de productos básicos, tanto la política monetaria como la fiscal se tornaron procíclicas, reforzando en vez de suavizar dicha caída. La desaceleración del crecimiento económico resultó, en todo caso, más moderada que la que ha experimentado la mayoría de los países sudamericanos.

Los principales retos están relacionados con la necesidad de consolidar las cuentas externas con un ajuste significativo del balance en cuenta corriente de la balanza de pagos, basado preferiblemente en la expansión de las exportaciones no tradicionales. Esto también es esencial para impulsar el crecimiento económico, con un cambio en la estructura productiva hacia actividades más intensivas en conocimiento. Un tipo de cambio real competitivo es esencial para todos estos resultados y requiere intervenciones más fuertes en el mercado de divisas, las cuales también contribuyen a moderar la trayectoria de la tasa de inflación, el principal objetivo del Banco de la República. Por último, los desafíos fiscales están asociados tanto con la necesidad de financiar el gasto público adicional que exige el acuerdo de paz, como a corregir las distorsiones en la estructura tributaria generados por reformas anteriores.

ANEXOS

Estos anexos muestran las especificaciones de los modelos estimados, cuyos resultados se presentan a lo largo del texto.

SOSTENIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE

El objetivo de este modelo es hallar el máximo nivel de déficit de cuenta corriente que puede sostener el país para que la deuda externa como porcentaje del PIB no aumente. En este sentido la ecuación a estimar es la siguiente:

$$cad = d * \frac{r - g - k - (gk)}{(1 + g)(1 + k)} - IED$$

Los datos utilizados corresponden a niveles estimados de largo plazo, los cuales se presentan a continuación:

<i>R</i>	2%	Tasa de interés real deuda externa
<i>G</i>	3%-4%	Crecimiento potencial del PIB
<i>k</i>	0%	Devaluación real
<i>d</i>	37,9%	Deuda externa
<i>IED</i>	2,5%	Inversión extranjera directa

LEY DE THIRLWALL

Este modelo estima el crecimiento económico restringido por la balanza de pagos, el cual, si no es estadísticamente diferente al observado, se dice que cumple la Ley de Thirlwall. La ecuación a estimar es la siguiente:

$$y = \frac{xw + fz}{h}$$

Los datos utilizados corresponden a los valores promedio durante el periodo 1975-2014. En el caso de la elasticidad ingreso de las importaciones se calcula a través de un ejercicio de cointegración entre el PIB y las importaciones.

x	5,7%	Crecimiento de las exportaciones
f	9,1%	Crecimiento de flujos externos de largo plazo
w	87%	Participación de las exportaciones en los ingresos totales de divisas (exportaciones más flujos externos de capital)
z	13%	Participación de los flujos externos de capital de largo plazo en los ingresos totales de divisas
h	1,4	Elasticidad ingreso de las importaciones

RESERVAS ÓPTIMAS

El principal objetivo de este ejercicio consiste en calcular el tamaño de las reservas óptimas al tener en cuenta una eventual salida de capitales. Los parámetros utilizados representan el efecto potencial sobre cada una de las variables ante un choque externo. Por ejemplo, para el caso de las exportaciones se tomó un 29% al considerar los efectos observados por la reciente caída de los precios del petróleo, a diferencia de la metodología del FMI, la cual utiliza los efectos observados en los países emergentes. Para este estudio estos parámetros se ajustan al tener en cuenta el comportamiento experimentado en años recientes por la economía colombiana, derivado de la caída en los precios del petróleo. En línea con lo anterior, la ecuación del modelo es la siguiente:

$$R = 0,47 IEP + 0,2 M2 + 0.29 X$$

Los datos están expresados en millones de dólares y corresponden a los observados en el año 2014 (para estimar las reservas óptimas para el resto de años se usaron los datos del respectivo periodo).

<i>IEP</i>	18,661	Inversión extranjera en portafolio
<i>M2</i>	161,640	Agregado monetario
<i>X</i>	63,818	Exportaciones

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Este modelo estima el máximo nivel de déficit fiscal que se puede sostener el país para que la relación de deuda pública a PIB permanezca constante. La ecuación a estimar es la siguiente:

$$g - t = d \left(\frac{g - r}{1 + g} \right)$$

Los resultados obtenidos son comparables con el déficit primario del Gobierno Nacional Central. Las cifras utilizadas, al igual que el modelo sostenibilidad de la cuenta corriente, corresponden a estimaciones de largo plazo:

<i>R</i>	2,7%	Tasa de interés real de la deuda pública
<i>G</i>	3,0%-4,0%	Crecimiento potencial del PIB
<i>D</i>	43,8%	Deuda pública como proporción del PIB

PRODUCTOS IDENTIFICADOS A PARTIR DE LA PARTICIPACIÓN EN LAS EXPORTACIONES Y EL INDICADOR DE PRODY

A partir de la metodología propuesta por Hausmann y Klinger (2008), se identificaron los principales productos hacia los cuales la economía colombiana tiene potencial y le permitiría mejorar el nivel de sofisticación de la canasta exportadora.

DILEMAS DE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS Y MONETARIAS EN AMÉRICA LATINA

Producto HS 2007	Participación en las exportaciones (%)	PRODY	Nombre	Grupo Lall
2008	0,0745	27 493	Hortalizas, frutos y demás partes comestibles de plantas, preparados o conservados de otro modo	Manufacturas basadas en recursos
2106	0,1144	29 097	Preparaciones alimenticias no expresadas ni comprendidas en otra parte	Manufacturas basadas en recursos
2711	0,5375	49 149	Gas de petróleo	Manufacturas basadas en recursos
2902	0,0916	38 571	Hidrocarburos cíclicos	Manufacturas basadas en recursos
2918	0,0794	30 179	Ácidos carboxílicos con función de oxígeno adicional	Manufacturas basadas en recursos
3004	0,8763	34 228	Medicamentos (excepto los productos de las partidas 30.02, 30.05 o 30.06) constituidos por productos mezclados o sin mezclar para usos terapéuticos o profilácticos, dosificados	Manufacturas basadas en recursos
3206	0,0813	37 474	Las demás materias colorantes; preparaciones a que se refiere la nota 3 de este capítulo, excepto las de las partidas 32.03, 32.04 o 32.05; productos inorgánicos de los tipos utilizados como luminóforos, aunque sean de constitución química definida	Manufacturas basadas en recursos

Producto HS 2007	Participación en las exportaciones (%)	PRODY	Nombre	Grupo Lall
3302	0,1008	41 519	Mezcla de sustancias odoríferas, incluyendo soluciones de alcohol	Manufacturas basadas en recursos
3303	0,1878	26 757	Perfumes y aguas de tocador	Manufacturas basadas en recursos
3304	0,2991	28 385	Belleza o maquillaje y las preparaciones para el cuidado de la piel (excepto los medicamentos), incluidas las preparaciones antisolares y sol bronceado; preparaciones para manicuras o pedicuras	Manufacturas de mediana tecnología
3824	0,0704	33 297	Preparaciones aglutinantes para moldes o núcleos de fundición; productos químicos y preparaciones de la industria química o de las industrias conexas	Manufacturas de mediana tecnología
3902	0,8208	33 260	Polímeros de olefinas, en formas primarias	Manufacturas de baja tecnología
3903	0,2013	26 405	Polímeros de estireno, en formas primarias	Manufacturas de baja tecnología
3904	0,5905	27 107	Polímeros de olefinas halogenizadas, en formas primarias	Manufacturas de baja tecnología
3907	0,1217	33 556	Poliacetales, los demás poliésteres y resinas epoxi, en formas primarias; policarbonatos, resinas alcídicas, alilo polietileno y demás poliésteres, en formas primarias	Manufacturas de baja tecnología

DILEMAS DE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS Y MONETARIAS EN AMÉRICA LATINA

Producto HS 2007	Participación en las exportaciones (%)	PRODY	Nombre	Grupo Lall
3919	0,0661	49 337	Placas autoadhesivas de plástico	Manufacturas de baja tecnología
3920	0,2562	31 413	Placas de plástico no celular, no reforzado, laminado	Manufacturas de baja tecnología
3921	0,1994	30 843	Las demás placas, láminas, hojas y tiras, de plástico	Manufacturas de baja tecnología
4011	0,0837	32 714	Neumáticos nuevos de caucho	Manufacturas basadas en recursos
4802	0,1413	32 690	Papel opaco el tipo utilizado para escritura e impresión	Manufacturas basadas en recursos
4811	0,0797	40 810	Papel, relleno de celulosa y redes de fibra de celulosa	Manufacturas basadas en recursos
7210	0,1581	28 816	Productos laminados planos de hierro o acero sin alear, de anchura de 600 mm o más, chapados o revestidos	Manufacturas de mediana tecnología
7610	0,1473	26 621	Estructuras de aluminio (excepto las construcciones prefabricadas de la partida 94.06) y sus partes	Manufacturas de mediana tecnología
8413	0,1157	33 421	Bombas para líquidos, incluso provistos de un dispositivo de medición; elevadores de líquidos	Manufacturas de mediana tecnología
8504	0,1334	31 937	Transformadores eléctricos, convertidores estáticos	Manufacturas de mediana tecnología
8507	0,1824	30 113	Acumuladores eléctricos, incluidos sus separadores, por lo tanto, aunque no sean rectangulares (incluyendo cuadradas)	Manufacturas de mediana tecnología

Producto HS 2007	Participación en las exportaciones (%)	PRODY	Nombre	Grupo Lall
8517	0,0859	30 232	Teléfonos, incluidos los teléfonos celulares de otras redes inalámbricas; los demás aparatos de transmisión o recepción de voz, imagen u otros datos	Manufacturas de alta tecnología
8537	0,0756	32 340	Tablas, paneles, consolas, armarios y demás soportes equipados con dos o más aparatos de las partidas 85.35 u 85.36, para control o distribución de electricidad	Manufacturas de mediana tecnología
8703	0,5179	28 442	Automóviles de turismo y demás vehículos automóviles concebidos principalmente para el transporte de personas (excepto los de la partida 87.02), incluso camionetas y coches de carreras	Manufacturas de mediana tecnología
8708	0,1242	30 025	Partes y accesorios de vehículos automóviles de las partidas 87.01 a 87.05	Manufacturas de mediana tecnología

Fuente: Comtrade y cálculos de los autores.

BIBLIOGRAFÍA

- Blanchard, Olivier (1990). *Suggestions for a new set of fiscal indicators. Working paper 79*. París: OECD.
- Cepal (2015a). *Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2015: dilemas y espacios de política*. Santiago: Cepal.
- Cepal (2015b). *Panorama social de América Latina 2015*. Santiago: Cepal.
- Cepal (2016). *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2016*. Santiago: Cepal.
- Fedesarrollo (2016). *Informe final: presentación y resumen ejecutivo. Informe mensual de Fedesarrollo 160*. Bogotá: Fedesarrollo.
- FMI (2011). Assessing reserve adequacy. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>. Fecha de consulta: 5/8/2016.
- García, Mario & Jeanne Ruiz (2009). Thirlwall's law and the two-gap model: toward a unified «dynamic gap» model. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 32(2), 269-290.
- Gratereaux, Carlos (2009). *Un análisis sobre el nivel de reservas internacionales óptimo en la República Dominicana. Serie Nueva literatura económica dominicana: premios de la Biblioteca Juan Pablo Duarte 2008*. Santo Domingo: Banco Central de la República Dominicana.
- Hausmann, Ricardo, Jason Hwang & Dani Rodrik (2007). What you export matters. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 1-25.
- Hausmann, Ricardo, Jason Hwang, Bailey Klinger & Dani Rodrik (2008). *Achieving export-led growth in Colombia. Working paper No. 182*. Cambridge: Center for International Development at Harvard University.
- Jeanne, Olivier & Roman Ranciere (2011). The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications. *Economic Journal*, 121(555), 905-930.
- Martínez, Astrid & José Antonio Ocampo (2011). *Hacia una política industrial de nueva generación para Colombia*. Bogotá: Coalición para la Promoción de la Industria Colombiana.

- Mejía, Luis Fernando (2012). *¿Se encuentran las reservas internacionales en un nivel óptimo?* Notas fiscales No. 18. Bogotá: Banco de la República de Colombia.
- Misión para la Transformación del Campo (2016). *El campo colombiano: un camino hacia el bienestar y la paz*. Bogotá: Departamento Nacional de Planeación.
- Ocampo, José Antonio (2015a). Performance and challenges of the colombian economy. En Bruce Bagley y Jonathan Rosen (eds.), *Colombia's political economy at the outset of the Twenty-First Century: from Uribe to Santos and beyond* (pp. 3-32). Landan, Maryland: Lexington Books.
- Ocampo, José Antonio (2015b). *Una historia financiera de Colombia*. Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Ocampo, José Antonio (2016). Balance-of-payments dominance: implications for macroeconomic policy. En Mario Damill, Martín Rapetti y Guillermo Rozenwurcel (eds.), *Macroeconomics and development: Roberto Frenkel and the economies of Latin America* (pp. 211-228). Nueva York: Columbia University Press.
- Ocampo, José Antonio & Jonathan Malagón (2014). El tamaño del Estado y su impacto redistributivo en América Latina. *Coyuntura Económica*, XLIV(1), 15-76.
- Ocampo, José Antonio & Jonathan Malagón (2015). Colombian monetary and exchange rate policy over the past decade. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 454-482.
- Rodríguez, Francisco (2014). *Colombia viewpoint: the peace premium*. Nueva York: Bank of America/Merrill Lynch.
- Villar, Leonardo & David Forero (2014). *Escenarios de vulnerabilidad fiscal para la economía colombiana*. Cuadernos de Fedesarrollo No. 53. Bogotá: Fedesarrollo.

**ESTABILIDAD MACROECONÓMICA, REFORMAS
ESTRUCTURALES Y CRECIMIENTO LENTO:
LA ECONOMÍA MEXICANA DESDE LA CRISIS
DE 2008-2009**

Jaime Ros¹

Durante la primavera de 1994, Dornbusch y Werner publicaron un artículo en la revista BPEA titulado «México: estabilización, reforma y no crecimiento» cuyo argumento central era que la sobrevaluación cambiaria y una mayor fragilidad financiera socavaban los beneficios potenciales en términos de crecimiento de las reformas económicas del gobierno de Salinas y atentaban contra la estabilidad macroeconómica misma. El título del presente ensayo hace referencia a la misma tríada. De hecho, veintitrés años más tarde, algunas semejanzas llaman la atención: se preserva la estabilidad macroeconómica —esta vez por un periodo mucho más largo que a inicios de la década de 1990—, las reformas estructurales del gobierno de Peña Nieto han generado grandes expectativas, tanto como en la anterior gran ola de reformas del periodo de Salinas; y el crecimiento económico sigue sin arrancar.

¹ Agradezco los comentarios de José Luis Oreiro y otros participantes en el seminario CEDES-PUCP de Lima, en mayo de 2016, a una versión anterior de este ensayo, así como la excelente ayuda en la investigación de Claudia Córdova.

Por supuesto, también existen diferencias notables. Como es bien sabido, en diciembre de 1994, la crisis del peso sumergió a la economía mexicana en una profunda recesión y ocasionó el resurgimiento de la inflación. Hoy, no existe una «crisis del tequila» a la vista, al menos no una que puede ser prevista con gran anticipación y con un alto grado de certeza como pasó hace dos décadas. La economía no se encamina hacia una crisis de balanza de pagos y financiera, ni hacia un ajuste cambiario perturbador. Esto se debe parcialmente a las diferencias en los regímenes cambiarios. Asimismo, como se verá en este ensayo, el ajuste ordenado del tipo de cambio real desde mediados de 2014 ha permitido como mínimo mejorar las perspectivas de crecimiento de la economía.

El ensayo examina la evolución de la economía mexicana desde la crisis de 2008-2009. La primera sección se centra en los principales indicadores económicos del periodo: el crecimiento económico y las trayectorias de inflación, el comportamiento de los principales sectores económicos y los componentes de la demanda agregada, así como en las tendencias de la distribución factorial del ingreso. La segunda sección examina los cambios en la política económica adoptados por el gobierno de Peña Nieto desde 2012 —el paquete de reformas estructurales adoptado en el marco del «Pacto por México» que fue aceptado por los tres partidos políticos principales— y el alcance y las limitaciones de estas reformas hasta ahora. Luego, se analiza con mayor detalle lo que sucedió en 2015, un año caracterizado por un deterioro del entorno externo —con el colapso del mercado internacional del petróleo, la reducción del flujo de capital extranjero y la desaceleración de la actividad industrial de los Estados Unidos— y por varias interrogantes: la aparente falta de respuesta de las exportaciones no petroleras a la depreciación del tipo de cambio real, el aparentemente inusual dinamismo del consumo privado, y la desaceleración de la inflación en medio de una devaluación nominal significativa del peso. La última sección se centra en las perspectivas

a corto y mediano plazo de la economía bajo el conjunto actual de políticas económicas y los cambios necesarios para que la economía siga una trayectoria de mayor crecimiento.

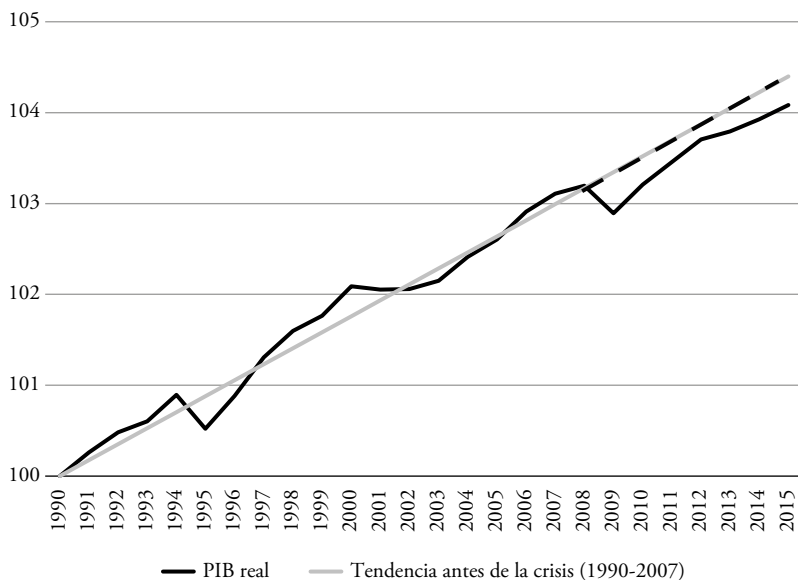
LA TRAYECTORIA ECONÓMICA DESDE LA CRISIS DE 2008-2009²

La contracción económica de 2008-2009 significó una gran recesión para México, a diferencia de otras economías que se desaceleraron menos. Fue la recesión más profunda en el contexto latinoamericano; sin embargo, a ella le siguió una recuperación vigorosa que empezó en la segunda mitad de 2009 y continuó a lo largo de 2010. No obstante, desde entonces la economía retornó a la trayectoria del crecimiento lento que la ha caracterizado por más de 30 años. La tasa promedio de crecimiento en 2010-2015 fue de 2,8 % por año y disminuyó de 4,0 % en 2010-2012 a 2,0 % en 2012-2015. En realidad, desde la crisis y la recesión de 2008-2009, la economía se alejó de la trayectoria a largo plazo del periodo 1990-2007 y para 2015 no había regresado —a diferencia de lo que sucedió en anteriores episodios de recesión— a su tendencia previa de largo plazo. Es incluso más preocupante que, desde 2013 con la caída de la tasa de crecimiento por debajo de su tendencia anterior, el PIB no converja hacia la tendencia histórica, sino que se esté alejando demasiado de esta (ver gráfico 1).

Un filtro de Hodrick-Prescott que suaviza las series observadas seguramente mostraría una situación diferente dado que, por su construcción, las series observadas deben fluctuar alrededor de las series suavizadas que supuestamente reflejan el producto potencial. Sin embargo, este no siempre tiene que ser el caso. ¿Cómo podemos estar seguros de que ese producto tiene una fuerte tendencia a regresar a su nivel «natural», un nivel de utilización de recursos normal o completo, como se asume implícitamente en el uso de un filtro H-P?

² Esta sección se basa en parte en Ros (2016).

Gráfico 1. Evolución del PIB y su tendencia desde 1990

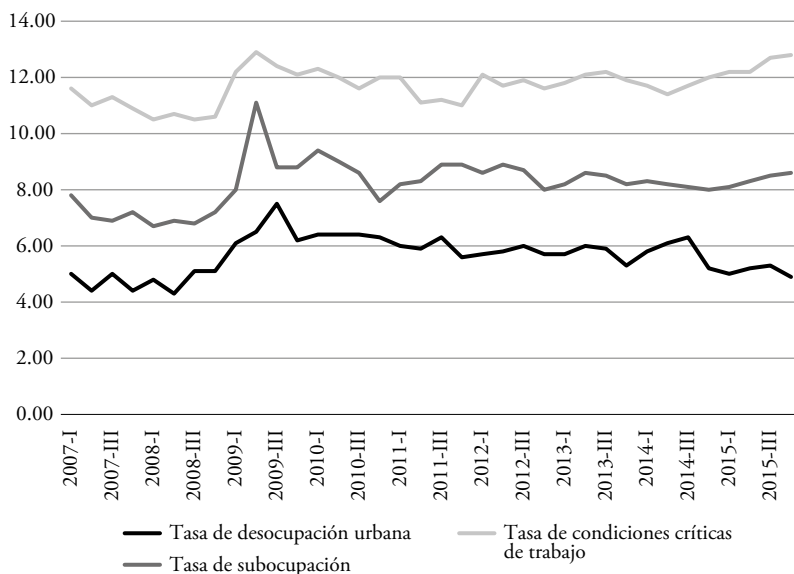


Índice del logaritmo natural del PBI y su tendencia. Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Inegi, cuentas nacionales.

En realidad, al revisar las tendencias en el mercado laboral, estas indican lo opuesto y son consistentes con el comportamiento mostrado en el gráfico 1. Las tasas de desempleo, subempleo y de condiciones críticas de empleo han estado constantemente por encima de los niveles previos a la crisis (ver gráfico 2). La tasa de desempleo urbano de 2015 (5,1%) está casi medio punto porcentual por encima de su valor de 2007 (4,7%) mientras que la tasa de subempleo, que tuvo una tendencia al alza a lo largo de 2015, también está por encima de su valor previo a la crisis en más de un punto porcentual (8,4% en 2015 y 7,2% en 2007). La tasa de condiciones críticas de empleo —que incluye a quienes trabajan menos de 35 horas por semana por razones de mercado, más de 35 horas con ingresos mensuales por debajo del salario

mínimo y más de 48 horas por hasta dos salarios mínimos— no solo está más de un punto porcentual por encima de su nivel previo a la crisis, sino que también se ha ido incrementando desde mediados de 2014 y logró alcanzar en el cuarto trimestre de 2015 un valor de 12,8% de la mano de obra. Este comportamiento parece estar influenciado por la creciente participación en el empleo de trabajadores que ganan menos de dos salarios mínimos.

Gráfico 2. Condiciones del mercado laboral desde 2007

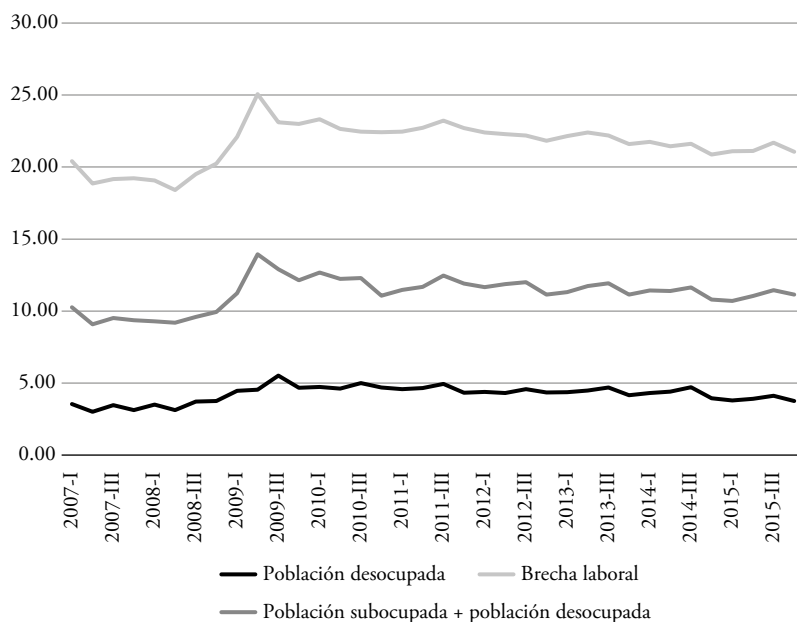


Fuente: Inegi, Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE).

Otro indicador, quizás el más amplio, del exceso de oferta que ha caracterizado el mercado laboral es la brecha de empleo que incluye a la población desempleada, subempleada y económicamente inactiva que está disponible para trabajar (desempleo oculto) como porcentaje de la fuerza de trabajo potencial (la población económicamente activa más

la económicamente inactiva que está disponible para trabajar)³. Esta brecha, que en 2015 fue 21,2 %, pasó a ser casi 2 puntos porcentuales mayor que en 2007 (19,4 %; ver gráfico 3). Como se muestra en el gráfico 3, en el último trimestre de 2015, el desempleo fue responsable de casi el 20% de la brecha de empleo, el subempleo de un poco más de un tercio y el desempleo oculto del 47%. Hernández Laos (2016) muestra que este último componente ha sido relativamente dinámico durante la última década.

Gráfico 3. La brecha de empleo y sus componentes



Fuente: Inegi, ENOE y empleo trimestral (indicadores estratégicos).

³ Para mayor información sobre la brecha de empleo, ver Blanchflower y Levin (2015) que, a diferencia de nuestra medición en el gráfico 3, ajusta la brecha de empleo por el grado de subempleo.

Las condiciones del mercado laboral también se han visto afectadas por la fuerte reducción de la emigración de trabajadores mexicanos, debida a la gran recesión y sus repercusiones en los Estados Unidos y las deportaciones masivas de trabajadores indocumentados en los últimos años por las autoridades estadounidenses. Según el Pew Research Center, la migración bruta acumulada de ciudadanos mexicanos a los Estados Unidos cayó de 1,37 millones durante 2005 y 2010 a 0,87 millones entre 2009 y 2014, después de haber alcanzado 2,94 millones entre 1995 y 2000. La «migración neta» a los Estados Unidos pasó de 2,27 millones durante 1995-2000 a cifras menores e incluso negativas durante 2005-2010 y 2009-2014 (en este último periodo la migración neta acumulada fue -130 mil)⁴. Esto ha aumentado el exceso de oferta en el mercado laboral mexicano. Cabe destacar que el colapso de la migración neta ha contribuido a un crecimiento más acelerado de la mano de obra en México y de esta manera a un crecimiento más rápido de la producción potencial —en la medida en que la tasa de crecimiento natural es empujada al alza por una expansión más acelerada de la oferta laboral—.

Junto con la baja inflación internacional (ver tabla 1) y otros factores que se discutirán en la tercera sección, el crecimiento lento y las «condiciones de holgura» en los mercados de bienes y de trabajo han contribuido a una tendencia a la baja de la tasa de inflación —especialmente, como se examinará más adelante, en 2015—, facilitando así la tarea del Banco Central de cumplir con sus objetivos inflacionarios. Desde 2009, la inflación promedio ha sido 3,7% (al final del ejercicio) y solo dos años, 2010 y 2014, registraron una tasa de inflación (4,4% y 4,1%, respectivamente) fuera de la zona de confort del Banco de México de 3% más o menos uno por ciento (ver tabla 1).

⁴ Véase www.pewresearch.org/fact-tank/2016/02/11/mexico-and-immigration-to-us/

Tabla 1. Principales indicadores económicos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PBI (%)	1,4	-4,7	5,1	4,0	4,0	1,3	2,3	2,5
Inflación (%) 1/	6,5	3,6	4,4	3,8	3,6	4,0	4,1	2,1
Inflación internacional (%) 2/	3,7	2,0	1,9	2,9	1,9	1,6	1,1	0,8
Tipo de cambio real (índice 1990 = 100) 3/	83,8	96,5	88,0	86,3	89,7	85,0	86,4	100,5
Salarios reales contractuales (índice 1990 = 100) 4/	85,1	84,4	84,7	85,6	86,0	86,6	86,9	87,2
Participación del ingreso laboral en el valor agregado 5/	43,8	45,4	42,3	41,3	39,9	40,1	39,9	No disponible
Participación de los salarios en el valor agregado 5/	27,9	28,3	27,0	26,4	25,8	25,9	25,9	No disponible

1/ Precios al consumidor (al final del ejercicio).

2/ Países miembros de la OCDE, precios al consumidor (al final del ejercicio).

3/ Tipo de cambio real bilateral con EE.UU.

4/ Remuneraciones reales por contrato «ex-pos».

5/ Las participaciones de los ingresos laborales y los salarios hacen referencia al sector privado y excluyen al sector inmobiliario, así como sectores con predominio del sector público (sectores 21, 22, 53-55, 61, 62, 93 y subsector 324 en las cuentas nacionales).

Fuentes: Inegi, cuentas nacionales y ENOE. Banco de México para remuneraciones contractuales y tasa de cambio real bilateral. OCDE para la inflación internacional.

El lento crecimiento, con estabilidad macroeconómica en un sentido limitado, está asociado a una tasa baja y decreciente de formación de capital fijo, como consecuencia de una tasa de inversión privada relativamente baja y una tasa de inversión pública limitada y en declive. Como se muestra en la tabla 2, la tasa de inversión privada (en % del PBI) recuperó el nivel de 2008 recién en 2014, mientras que la inversión pública en 2015 había caído a 3,8% del PBI, dos puntos

porcentuales por debajo del nivel alcanzado en 2008-2009 y su menor nivel de varias décadas. Dado el impacto de la inversión pública en el crecimiento⁵, sus niveles bajos y en declive, que están sin duda vinculados a las restricciones fiscales que enfrenta el gobierno, pueden terminar siendo contraproducentes para las finanzas públicas y poner en peligro la estabilidad macroeconómica misma. En realidad, un factor importante detrás de la tendencia al alza de la relación deuda pública-PIB y de las restricciones fiscales actuales ha sido la baja tasa de crecimiento del PIB desde 2008 (2% por año en promedio)⁶.

Tabla 2. PIB y sus componentes

% del PIB a precios constantes de 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PBI	100	100	100	100	100	100	100	100
Consumo privado	66,9	65,7	66,0	66,5	67,1	67,6	67,3	67,8
Consumo público	10,9	11,7	11,3	11,1	11,1	11,0	11,1	11,0
Inversión privada	17,5	16,1	15,6	16,8	17,6	17,1	17,5	18,1
Inversión pública	5,6	5,9	5,6	5,2	4,5	4,4	4,1	3,8
Exportaciones	27,9	25,8	29,6	30,8	31,3	31,7	33,1	35,2
Importaciones	30,2	26,1	29,9	31,1	31,5	31,9	33,0	33,9

Fuente: Inegi, cuentas nacionales (oferta y utilización trimestral).

Desde una perspectiva sectorial, el lento crecimiento obedece a varios factores. En primer lugar, la caída en la producción de petróleo que pierde 2 puntos porcentuales de participación en el PIB entre 2008 y 2015. Sus consecuencias son relevantes. Por ejemplo, en 2015, el PIB total creció 2,5%, 0,6% menos que el PBI no petrolero que creció 3,1%;

⁵ Véase el análisis de Moreno Brid y otros (2016).

⁶ Ver en Cantú, Ramones y Villarreal (2016) una ilustración en el caso mexicano del papel de la tasa de crecimiento económico en la trayectoria actual y futura de la relación deuda pública-PIB.

es decir, si se excluye la extracción de petróleo y gas del PIB, el crecimiento económico habría sido 3,1% durante el año⁷. Un segundo factor es el cuasi estancamiento de la construcción que pierde participación en el PIB debido a las bajas tasas de inversión pública y privada y las dificultades que enfrentan las empresas constructoras durante el periodo. Finalmente, cabe mencionar que por su pobre desempeño el sector manufacturero mantuvo su participación constante en el PBI entre 2008 y 2013, y solo en 2014 y 2015 comenzó a crecer un poco más rápido que la economía en su conjunto. Además del sector manufacturero, en los dos últimos años, el comercio y los servicios —los sectores de bienes no comerciales por excelencia— son las actividades que registran un mayor dinamismo que la economía en su conjunto y un incremento en su participación en el PBI.

Tabla 3. Participaciones de los principales sectores económicos en el PBI

% de PIB a precios constantes de 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PBI	100	100	100	100	100	100	100	100
Agricultura	3,2	3,3	3,1	3,0	3,1	3,0	3,1	3,0
Minería	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5
Petróleo	7,3	7,3	6,9	6,5	6,2	6,1	5,8	5,4
Manufactura	16,5	15,9	16,4	16,5	16,5	16,5	16,8	17,0
Construcción	8,4	8,3	8,0	8,0	7,8	7,4	7,3	7,3
Electricidad, gas y agua	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Comercio	14,6	13,4	14,3	15,0	15,1	15,3	15,4	15,6
Servicios	44,0	45,7	45,2	44,8	45,0	45,5	45,1	45,3

Fuente: Inegi, cuentas nacionales.

⁷ La diferencia, -0,6 puntos porcentuales, es solo una aproximación a la contribución al crecimiento del declive en la producción de petróleo y gas con propósitos ilustrativos.

Al mismo tiempo, el crecimiento lento y las condiciones persistentes de exceso de oferta en el mercado laboral asociado con este han frenado el crecimiento de las remuneraciones reales y han sido acompañados por una concentración de la distribución del ingreso de los factores en detrimento del ingreso laboral (ver tabla 1). Las participaciones de los ingresos laborales y de los salarios en el valor agregado en el sector privado —la participación laboral incluye las remuneraciones de los trabajadores por cuenta propia además de las de los subordinados— han caído desde 2007 y han seguido una tendencia a largo plazo que empezó a mediados de la década de 1970 y que, después de varios altibajos (el más reciente a inicios de 2003), ha dejado a la participación del ingreso laboral en el valor agregado en alrededor de 40% y la participación de los salarios en aproximadamente 26% (ver tabla 1 y sobre el tema a Samaniego, 2014; y Ros, 2015a). La decreciente participación del ingreso laboral ha desacelerado la expansión del mercado interno, del consumo privado e, indirectamente, de la inversión privada, contribuyendo a perpetuar el lento proceso de crecimiento.

Asimismo, existe una tendencia hacia el desarrollo regional desigual. Los estados más ricos ubicados en el norte y centro-norte del país han crecido desde 2007 a tasas de 4% por año (especialmente Querétaro, Aguascalientes y Guanajuato), que a su vez son dos o más veces superiores a las de los estados más pobres del sur (ver tabla 4). Entre los doce estados con las tasas de crecimiento más altas en el periodo 2007-2014, solo existen dos estados sureños (Quintana Roo y Tabasco). Esta tendencia se volvió más pronunciada durante la recuperación que siguió a la recesión de 2008-2009 —dado que la recesión afectó más a los estados industrializados del norte y centro-norte del país—. En 2014, los estados líderes crecieron a tasas de 7% o más mientras que los estados sureños continuaron creciendo a tasas bajas, en algunos casos menores que en 2007-2014 (con la excepción de Quintana Roo y Guerrero).

**Tabla 4. Tasas de crecimiento del PIB por estados
(2007-2014 y 2014)**

Estado	2007-2014	2014	Estado	2007-2014	2014
Querétaro	4,4	7,8	Hidalgo	2,2	3,2
Zacatecas	4,4	4,1	México	2,1	1,2
Aguascalientes	3,8	11,3	Jalisco	2,0	3,4
Guanajuato	3,7	6,6	Michoacán	2,0	6,0
Quintana Roo	3,3	4,0	Oaxaca	2,0	2,0
Sonora	3,0	0,1	Tlaxcala	2,0	2,4
Tabasco	3,0	2,4	Chihuahua	1,8	2,5
San Luis Potosí	2,8	1,7	Distrito Federal	1,8	0,6
Nuevo León	2,7	3,9	Baja California Sur	1,6	-2,0
Coahuila	2,7	3,7	Guerrero	1,6	5,5
Nayarit	2,6	4,2	Durango	1,5	1,4
Colima	2,5	4,2	Veracruz	1,5	0,2
Chiapas	2,3	2,4	Sinaloa	1,5	3,0
Yucatán	2,2	3,0	Tamaulipas	1,3	2,9
Morelos	2,2	0,8	Baja California	0,4	0,2
Puebla	2,2	1,0	Campeche	-3,8	-3,2

Fuente: Inegi, cuentas nacionales. Producto interno bruto por entidad federativa. Promedio nacional 1,9% en 2007-2014; 2,2% en 2014.

LAS REFORMAS ESTRUCTURALES DEL NUEVO GOBIERNO: EL DIAGNÓSTICO Y SUS LIMITACIONES

Cuando asumió el cargo en diciembre de 2012, el presidente Peña Nieto anunció un ambicioso programa de reformas estructurales, aceptado por los tres partidos políticos más importantes (PRI, PAN y PRD) dentro del marco del «Pacto por México», con el objetivo de elevar la tasa de crecimiento económico de su nivel reciente (2-3%) a alrededor de 5% por año. En el gobierno actual, al igual que en los gobiernos anteriores del PAN y PRI, la visión dominante sobre cómo recuperar una trayectoria de rápido crecimiento enfatiza la necesidad de reformas microeconómicas, al igual que a finales de la década de 1980 e inicios de la de 1990, durante la primera ola de reformas económicas. En realidad, según los partidarios de las reformas de mercado en ese entonces y ahora, los cambios en la estructura de incentivos económicos, la introducción de la competencia de mercado y un marco macroeconómico estable conducirían a un crecimiento sostenido y elevado. En particular, a inicios de los años noventa los beneficios de una integración más cercana con la economía estadounidense, mediante el aprovechamiento de una ubicación geográfica singular, eran vistos como la clave para desencadenar un proceso de convergencia de ingresos per cápita similar a aquel que ocurrió en países como España, Irlanda, Grecia y Portugal después de su ingreso al mercado común europeo⁸.

⁸ De hecho, muchos analistas predijeron en aquellas épocas considerables aumentos del bienestar en México derivados de varios tipos de beneficios obtenidos del comercio: las ganancias tradicionales del comercio interindustrial —generadas por la reasignación de recursos según las ventajas comparativas de la economía—, las provenientes de la expansión del comercio intraindustrial y asociadas con la explotación de economías de escala, y las generadas por el incremento de la IED. Aunque con argumentos menos sólidos, algunos afirmaban que las expectativas basadas en los beneficios dinámicos de integración anticipaban un proceso de convergencia en los niveles de productividad, salarios reales e ingresos per cápita dentro de la zona económica del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Hay quienes argumentan que esto no sucedió debido a que la liberalización económica no fue completa. Algunas explicaciones hacen referencia a la necesidad de reducir los incentivos a la informalidad o facilitar una mayor flexibilidad del mercado laboral, con el objetivo de generar más empleo formal en actividades altamente productivas (véase, entre otros, Levy, 2008; y Arias y otros, 2010). Otra explicación es que las reformas de mercado no lograron introducir la competencia en los sectores de bienes y servicios no comerciables, dominadas por monopolios u oligopolios que no están expuestos a la competencia internacional (García Alba, 2006; Pérez Motta, 2007). Otros argumentan que un componente importante de las reformas estructurales es la reforma educativa, bajo el supuesto de que la escasez de capital humano es una limitación importante en el crecimiento de la economía mexicana. A todo esto, se agrega que es vital fortalecer las instituciones para combatir los monopolios, sindicatos y otros grupos de interés de manera efectiva, ya que son un obstáculo para la realización de la agenda de reformas (Chiquiar & Ramos Francia, 2009; y Elizondo, 2011; entre otros).

Sobre la base de este diagnóstico y antecedido por la reforma de mercado laboral de 2012 que flexibiliza la contratación de trabajadores temporales, el gobierno lanzó un programa de reformas económicas e institucionales. El paquete de reformas engloba la reforma educativa —las reformas constitucionales y legislativas de 2013—, la reforma fiscal (2013), el sector financiero —la reforma financiera de 2013—, la política de competencia (2014), telecomunicaciones (2014) y energía (2014). Los principales aspectos de estas reformas se describen en la tabla 5. Además de estas reformas principalmente económicas, la agenda incluye cambios orientados a fortalecer el estado de derecho mediante la reforma del sistema judicial y más recientemente la lucha contra la corrupción, entre otras iniciativas.

Tabla 5. Reformas económicas recientes

Reforma	Aprobación de leyes secundarias	Aspectos principales
Trabajo	Diciembre 2012	Incluye iniciativas que estimulan la creación de empleos formales mediante nuevos tipos de contratos laborales que permitan el acceso a beneficios sociales.
Educación	Setiembre 2013	Las reformas constitucionales de 2013 establecen objetivos que se han materializado en varias leyes secundarias: la Ley General de Educación, la nueva Ley General del Servicio Profesional Docente y la Ley del Instituto Nacional para la Evaluación de la Educación.
Fiscal	Octubre 2013	Tiene el objetivo de incrementar los ingresos fiscales en un 2,5% del PIB, principalmente como resultado de los cambios en el impuesto a la renta de personas físicas —incremento de la tasa máxima del impuesto a un 35%— y a empresas, deducciones limitadas que amplían la base imponible y una tasa del 10% sobre las ganancias de capital y dividendos.
Finanzas	Enero 2014	Busca proteger de manera más efectiva los derechos de propiedad de los acreedores, dar una autoridad jurídica más formal al órgano regulador para simplificar la resolución de conflictos, generar una mayor competencia entre los intermediarios financieros y dar un rol más importante a los bancos de desarrollo para facilitar créditos a la pequeña y mediana empresa.
Competencia	Mayo 2014	Se fortaleció el órgano regulador, la Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), y se le concedió autonomía constitucional con el poder para eliminar las «barreras a la competencia» y regular el acceso a «insumos esenciales», de una manera similar a las funciones de las autoridades de competencia en el Reino Unido.
Telecomunicaciones	Julio 2014	Busca generar mayor competencia en el sector. Otorgó al Instituto Federal de Telecomunicaciones (IFT), el nuevo órgano regulador de competencia, capacidades regulatorias reforzadas para promover la competencia, como la aplicación de obligaciones a los «operadores dominantes».
Energía	Agosto 2014	Promueve la apertura del sector para una mayor competencia, la reforma de gobernanza corporativa en Pemex, y el ingreso de inversionistas nacionales y extranjeros en la explotación, producción y transporte de petróleo y gas; así como en la refinación y comercialización del petróleo.

Fuente: OCDE (2015).

Con pocas excepciones —las reformas financiera y fiscal, especialmente—, este paquete de reformas comparte en gran medida la noción de que acelerar el crecimiento de la productividad, en lugar de incrementar la tasa de acumulación de capital, es la tarea principal y necesaria para la recuperación de mayores tasas de crecimiento económico. A partir de ejercicios de contabilidad de crecimiento que descomponen la producción en acumulación de factores (capital humano y físico y trabajo) y crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), este punto de vista concluye que este último (el crecimiento del PTF) es el obstáculo principal para el crecimiento de la producción⁹. Luis Videgaray, ministro de Finanzas, ha presentado de manera concisa y clara la agenda de reformas y sus fundamentos analíticos. Después de argumentar que el estancamiento de la PTF es la causa principal del lento crecimiento económico en las tres últimas décadas, dice:

¿Por qué crece poco la productividad? Sin duda tenemos un enorme problema en la formación de capital humano ¿Qué quiere decir esto? Educación. De ahí la importancia de la reforma educativa, con la cual inició esta administración, y es el primer producto relevante, trascendente, del Pacto por México. Una reforma que a lo que apunta es elevar la calidad de la educación en México. [...] En segundo lugar [...] una de las causas importantes por las cuales la productividad en la economía mexicana es baja, es la rigidez y las ineficiencias en el mercado laboral. De ahí la importancia de la reforma laboral que fue ya aprobada por el Congreso de la Unión en el primer periodo ordinario de sesiones en esta Legislatura. [...] México tiene un enorme problema de competencia [...] Y la competencia nos cuesta de varias formas [...] también nos cuesta en materia de innovación y de productividad, porque sin duda es la competencia lo que incentiva a las empresas a invertir, a innovar, a volverse más productivas [...]

⁹ El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) comparte la misma visión para América Latina en conjunto (véase Pagés, 2010).

Para eso es tan importante la reforma que fue ya aprobada en la Cámara de Diputados, emanada del Pacto por México, en materia de competencia económica y telecomunicaciones. [...] Si algo ha dañado la productividad en la economía mexicana, es el hecho de que según las estadísticas más recientes, más de la mitad de la fuerza de trabajo está en la informalidad. En la informalidad no se invierte en tecnología, no se invierte en capital humano, no hay capacitación, y por lo tanto la productividad promedio en el sector informal es apenas un tercio de la productividad en el sector formal [...] hoy tenemos una estructura de gasto que promueve la informalidad. [...] Esto lo tenemos que cambiar, los programas sociales tienen que cambiar su orientación para convertirse en inductores de la formalidad [...] ¹⁰.

Hasta el momento, los resultados de las reformas implementadas han sido decepcionantes, por decir lo menos. Como se revisó en la sección anterior, lejos de acelerar su crecimiento, la economía mexicana ha permanecido debajo de la tendencia que precedió a la crisis de 2008-2009 y su tasa de crecimiento ha sido menor que entre 1990 y 2007, especialmente después de 2012. Como se mencionó anteriormente (véase Ros, 2013), estos resultados desalentadores no deberían causar sorpresa. La primera razón está relacionada con la experiencia de la primera ola de reformas de mercado en la década de 1980 y la de 1990. Las reformas de dicho paquete —apertura del comercio, liberalización de las cuentas de capital y financiera, y privatización de empresas públicas— fueron profundas. Si no lograron mejorar el desempeño del crecimiento económico, no es muy convincente sostener que se necesita más de lo mismo. Algunas de estas reformas —en particular la liberalización del comercio— lograron su cometido al incrementar por una sola vez la productividad del sector de bienes comerciables de la economía.

¹⁰ Discurso en la VIII Cumbre Financiera Mexicana del 9 de abril de 2013. En: [http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_discurso_funcionarios/secretario SHCP/2013/lvc_cumbre_financiera_latinfiance_09042013.pdf](http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_discurso_funcionarios/secretario_SHCP/2013/lvc_cumbre_financiera_latinfiance_09042013.pdf)

Lo que no lograron —y fue un error pensar que si podían lograrlo— fue incrementar el potencial de crecimiento de la economía. Por lo tanto, incluso si la mejora de la eficiencia en la reasignación de recursos hubiese sido satisfactoria, la realización de la agenda actual de reformas microeconómicas puede contribuir muy poco al incremento del crecimiento económico a largo plazo. Esto se debe a que existe una diferencia fundamental entre la mejora de la eficiencia y la aceleración del crecimiento. Lo que es favorable en un caso, no necesariamente lo es en el otro.

La segunda razón es que el diagnóstico de las razones de la falta de crecimiento de la productividad —sin importar si los culpables son los incentivos a la informalidad, la rigidez del mercado laboral, la falta de competencia, la escasez de capital humano o fallas institucionales que evitan la eliminación de estas distorsiones— es muy débil y omite el punto principal: que la productividad no crece a largo plazo como resultado, más que como causa, del lento crecimiento económico, que a su vez se debe fundamentalmente a la baja tasa de acumulación de capital físico.

En tercer lugar, el diagnóstico convencional se basa en la noción de que la política macroeconómica puede solamente contribuir al crecimiento mediante el control de la inflación, de manera que al haber alcanzado la estabilidad macroeconómica —estrictamente definida como inflación estable y lenta—, solo queda una agenda de reformas microeconómicas para acelerar el crecimiento. En la sección final, se propone una reforma de políticas macroeconómicas (políticas fiscal, monetaria y cambiaria) como condición para restaurar una tasa más alta de expansión económica¹¹.

¹¹ No se pretende aquí negar los importantes beneficios sociales de las reformas en la educación, el mercado laboral, la competencia económica, o la superación de las fallas institucionales. ¿Quién se puede oponer a mejorar la calidad de la educación o fortalecer el estado de derecho? El argumento que se propone es simplemente que estas reformas, sin importar cuán importantes son, no merecen el lugar principal que se les ha dado en la agenda necesaria para recuperar un proceso de crecimiento más dinámico.

EL RECIENTE COLAPSO DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO, LA APRECIACIÓN DEL DÓLAR Y EL AJUSTE FISCAL: LOS ENIGMAS Y LAS LECCIONES DE 2015

El año 2015 registró un deterioro del entorno externo de la economía mexicana, marcado por el colapso del precio internacional del petróleo, la reducción del ingreso de capitales y la desaceleración de la actividad industrial de los Estados Unidos. El petróleo continúa siendo, aunque mucho menos que en el pasado, un producto de exportación importante y, aún más crucial, —desde que la economía dejó de ser un exportador neto de petróleo y derivados del petróleo— es el efecto negativo de la reducción del ingreso del petróleo en las finanzas públicas, ya que el petróleo es un recurso muy importante de ingresos para el gobierno —aproximadamente un tercio, antes de su reciente caída—. La reducción de los ingresos por exportación de petróleo -2,5 puntos porcentuales del PIB (ver tabla 5) fue suavizada por la cobertura (*hedging*) del petróleo en 2015 y la depreciación del tipo de cambio. El efecto en las finanzas públicas fue compensado por un incremento en los ingresos no petroleros, principalmente de los ingresos fiscales, que reflejan el impacto persistente de la reforma fiscal de 2013 en la recaudación de impuestos y el incremento del impuesto especial sobre la gasolina, que resultó del hecho de que el gobierno mantuvo el precio interno de la gasolina, aunque su precio de importación cayó drásticamente. El ajuste de las finanzas públicas, que evitó que el déficit fiscal se incrementara más de 0,3% del PIB (tabla 5), fue completado por el lado del gasto por una drástica reducción de la inversión pública, aunque no del gasto corriente, ya que el gasto primario total se incrementó 0,5 puntos porcentuales del PIB. Para 2016 —con una reforma fiscal congelada por el «pacto tributario» establecido entre el gobierno y el sector privado después de la reforma de 2013, la desaparición del efecto del *hedging* del petróleo en 2015¹²

¹² La cobertura continuó en 2016 (a US\$ 49 por barril de petróleo), pero sus efectos serán menores que en 2015.

y la persistencia de bajos precios internacionales del petróleo— el ajuste fiscal dependió en gran medida de los recortes del gasto público, especialmente del gasto en la inversión pública, como ya se anunció en febrero de 2016. Cabe destacar que, sin la reforma fiscal de 2013, las finanzas del gobierno habrían sido más frágiles ante los actuales choques petroleros.

Tabla 5. Finanzas públicas (% del PIB)

	2014	2015
Gastos	26,2	27,0
Gasto primario	24,2	24,7
Costo financiero	2,0	2,2
Ingresos	23,1	23,5
Petroleros	7,1	4,6
No petroleros	16,0	18,9
Ingresos tributarios	10,5	1,0
Otros 1/	5,5	5,9
Saldo	-3,2	-3,5

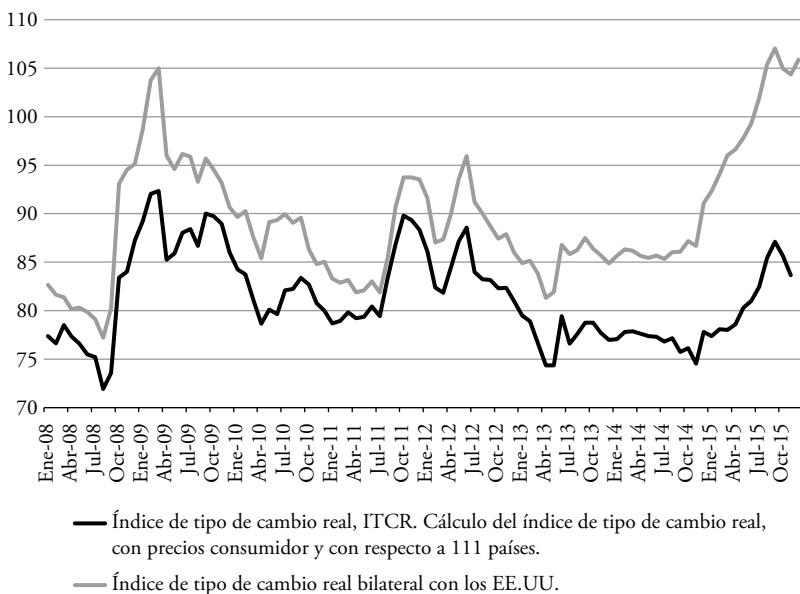
1/ Incluye ingresos no tributarios y aquellos de organismos sujetos a control presupuestal directo.

Fuente: Inegi y Banco de Información Económica.

Otro componente importante de la situación económica de 2015 es la depreciación del peso que impulsó el tipo de cambio real al alza, tanto el bilateral con el dólar de los Estados Unidos como el multilateral con respecto a 111 países (véase gráfico 4). Cabe destacar que, aunque el tipo de cambio real bilateral se depreció muy significativamente en 2015, alcanzando niveles similares a los de 2009, el tipo de cambio real multilateral no se incrementó tanto —nótese cómo la brecha entre los dos tipos de cambio que aparecen en el gráfico 4 se amplió después de setiembre 2014—. Por supuesto, esto es una consecuencia de que la depreciación del peso es solo parte de un fenómeno más general de apreciación del dólar frente al resto de las monedas del mundo. En estas condiciones, la competitividad de la economía mexicana no

se fortalece igual que si la depreciación del peso se hubiese producido no solo frente al dólar de los Estados Unidos sino también frente a las monedas de otros socios comerciales de México, algunos de los cuales, a su vez, compiten con México en el mercado estadounidense. Se retomará este tema en el análisis de los efectos de la depreciación del tipo de cambio.

Gráfico 4. Tasas de cambio reales bilaterales y multilaterales de 2008-2015 (índice 1990=100)



Fuente: Banco de México.

Las presiones sobre el tipo de cambio provinieron de la cuenta capital de la balanza de pagos —la desaceleración del ingreso de capital extranjero y los incrementos en la salida de capital nacional— y el deterioro de la balanza comercial de petróleo que resultó de la evolución del precio de la mezcla mexicana de petróleo y el incremento de las importaciones

de derivados del petróleo¹³. La caída de la balanza comercial de petróleo condujo a un agudo deterioro de la balanza comercial de bienes en su conjunto, cuyo déficit se incrementó de 2,6 a 14,4 mil millones de dólares entre 2014 y 2015, y que solo fue compensado —muy parcialmente— por la mejora, en aproximadamente 3 mil millones de dólares, de la balanza comercial de servicios (ver tabla 6). En consecuencia, el saldo en cuenta corriente cayó en 7,6 mil millones de dólares.

La desaceleración del flujo neto de capital, parcialmente determinado por el deterioro del saldo en cuenta corriente y las expectativas de la depreciación del peso (ver anterior nota al pie), involucró una aguda reducción de las inversiones extranjeras en cartera (18,5 mil millones de dólares) y un incremento en las salidas de capital nacional neto (ver el ítem «otras inversiones» en la tabla 6)¹⁴. Al mismo tiempo, las inversiones extranjeras directas continuaron a niveles relativamente altos —de alrededor de 20 mil millones de dólares— y ligeramente más altos que en 2014. En general, estas tendencias llevaron a una fuerte reducción del superávit de la cuenta de capital, de 58 mil millones a menos de 34 mil millones de dólares, y pérdida de reservas internacionales a largo de 2015.

¹³ La presión sobre el tipo de cambio por la caída del precio internacional del petróleo no opera mediante una caída en la oferta de dólares, ya que Pemex no vende directamente dólares en el mercado de divisas. La presión opera mediante una mayor demanda de dólares en la medida en que un precio menor de petróleo y el deterioro de la balanza comercial del petróleo generan expectativas de una futura depreciación del peso. Esto vincula incidentalmente el comportamiento de la cuenta de capital de la balanza de pagos con el de la balanza comercial.

¹⁴ Además, hubo flujos negativos en errores y omisiones, probablemente vinculados a las salidas de capital nacional.

Tabla 6. Balanza de pagos (US\$ miles de millones) 2015

	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Balanza comercial (bienes)	-1,2	1,1	-1,7	-0,8	-2,2	-1,8	-6,5	-3,9
Balanza comercial (servicios)	-2,5	-3,3	-3,5	-3,0	-2,0	-2,2	-3,4	-1,9
Saldo en cuenta corriente	-8,0	-7,9	-3,1	-5,8	-8,9	-7,6	-8,2	-7,7
Saldo en cuenta de capital	11,8	25,6	-1,6	22,1	5,9	13,8	2,4	11,7
Inversión extranjera directa	7,0	4,2	-1,5	7,6	4,7	3,2	8,7	3,7
Inversión extranjera de cartera	11,0	22,9	4,2	8,3	8,4	10,6	1,0	7,9
Otras inversiones 1/	-6,1	-1,5	-4,3	6,2	-7,2	0,0	-7,4	0,1
Errores y omisiones	1,2	-11,4	6,8	-13,4	6,0	-9,4	-6,1	-7,6
Cambio en reservas		7,1	0,8	2,3	2,1	-3,5	-12,4	-4,4

1/ Incluye entradas y salidas registradas de capital nacional. Los flujos no registrados se incluyen en errores y omisiones.

Fuente: Inegi y Banco de Información Económica, balanza de pagos.

Los efectos expansivos de la depreciación real del peso

Tres fuerzas han influido en los resultados del crecimiento de 2015: (i) los efectos expansivos de la depreciación del tipo de cambio real, que intervienen principalmente en las exportaciones netas y la inversión privada; (ii) los efectos contractivos de la reducción persistente de la inversión pública y (iii) la desaceleración de la actividad industrial en los Estados Unidos. Los efectos contractivos de la caída de la inversión pública y el poco dinamismo del consumo público son evidentes. Tal como se muestra en la tabla 7, la inversión pública cayó una vez más en 2015 a una tasa de casi 7%, especialmente durante la segunda mitad del año cuando se contrajo a una tasa mayor a 10% y provocó que su porcentaje en el PIB alcanzara su menor nivel en muchas décadas. Los efectos expansivos de la depreciación son menos evidentes y, junto con el rol de la desaceleración industrial estadounidense, ameritan más atención.

**Tabla 7. Crecimiento del PIB, componentes y principales sectores.
Incrementos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior**

	2014	2015-1	2015-2	2015-3	2015-4P/	2015P/
Consumo privado	1,8	3,0	3,0	3,0	3,5	3,2
Consumo público	2,4	3,4	2,6	1,5	1,8	2,3
Inversión privada	4,9	7,4	7,0	7,6	3,5	6,3
Inversión pública	-4,7	-2,8	-1,1	-10,5	-11,4	-6,8
Exportaciones	7,0	12,3	9,3	10,0	5,1	9,0
Importaciones	6,0	6,7	5,4	6,2	2,2	5,0
PIB	2,3	2,5	2,3	2,8	2,5	2,5
Agricultura	4,3	2,9	2,8	4,0	2,9	3,1
Petróleo y minería	-1,5	-5,3	-7,9	-5,6	-4,1	-5,8
Manufacturas	3,9	3,8	2,7	3,0	1,4	2,9
Construcción	2,0	4,6	3,0	3,3	-0,5	2,5
Electricidad, gas y agua	8,2	5,7	2,3	3,7	3,6	3,8
Comercio y servicios	1,9	2,9	3,2	3,4	3,7	3,3

P/ Preliminar

Las tasas de crecimiento se basan en las series originales de los componentes del PIB y en las series desestacionalizadas para los sectores económicos.

Fuente: Inegi (cuentas nacionales).

La sabiduría convencional asegura que, en la evolución de las exportaciones no petroleras, los efectos negativos de la desaceleración industrial de los Estados Unidos han predominado sobre los efectos positivos de la depreciación real del peso (ver, por ejemplo, los informes trimestrales del Banco de México para el tercer y cuarto trimestre de 2015). Esta aseveración, repetida a lo largo de 2015, se fundamenta en la información sobre el valor en dólares corrientes de las exportaciones de bienes que muestra que las exportaciones cayeron 4,1% en 2015 como resultado de la caída en un 45% del valor de las exportaciones de petróleo y el estancamiento de las exportaciones manufactureras (ver tabla 8).

Tabla 8. Exportaciones de bienes
(US\$ miles de millones)

	2014	2015	Cambio2015-2014	Cambio porcentual
Total	397,13	380,77	-16,36	-4,1
Petroleras	42,59	23,43	-19,15	-45,0
No petroleras	354,54	357,34	2,80	0,8
Manufactureras	337,30	339,98	2,68	0,8
Otras no petroleras	17,25	17,36	0,12	0,7

Fuente: Inegi.

En realidad, como se verá ahora, el panorama completo es muy diferente. En primer lugar, es absolutamente cierto que la apreciación del dólar estadounidense tuvo efectos negativos en la producción manufacturera estadounidense y esto afecta directamente a las exportaciones mexicanas. Las exportaciones estadounidenses se han desacelerado fuertemente, frente a la apreciación generalizada del dólar y la disminución de la actividad económica global, y esto ha ocasionado una notable reducción de sus importaciones de bienes intermedios que forman parte de las cadenas de producción que comparten con México. Es algo paradójico que México, a pesar de una fuerte depreciación del peso frente al dólar estadounidense, sea parte de una zona económica, América del Norte, que se ha apreciado frente al resto de mundo, debilitando así a las exportaciones de la zona. Esto se refleja en el hecho de que, aunque México no ha perdido su participación en el mercado estadounidense, el valor en dólares corrientes de sus exportaciones hacia el resto del mundo ha caído a lo largo de 2015 (ver Banco de México, 2015, p. 29). Esto puede ser una consecuencia de la apreciación real del peso frente a monedas de países no miembros —que se refleja en la menor depreciación de su tipo de cambio real multilateral comparada con el tipo de cambio real bilateral—, aunque quizás también puede ser resultado de la apreciación del dólar frente a otras monedas fuertes

que tienden a reducir el valor en dólares de las exportaciones mexicanas incluso cuando su valor en aquellas monedas permanece constante.

Sin embargo, todo lo antedicho no ha impedido una respuesta muy dinámica del volumen de exportaciones manufactureras y un auténtico auge de exportaciones de servicios asociadas al turismo, sin los que la desaceleración industrial en Estados Unidos y los ajustes a las finanzas públicas mexicanas podrían haber puesto a la economía en recesión. Como se muestra en la tabla 9, la explicación de la presunta falta de respuesta de las exportaciones manufactureras es que la depreciación redujo el precio en dólares de las manufacturas exportadas —nótese que el deflactor implícito aumenta un poco más de 10%, bastante menos que la depreciación nominal del peso de 20%—. Pero precisamente por esa razón el volumen de exportaciones manufactureras se incrementó en una tasa de 8% debido a la respuesta positiva y dinámica de la demanda por manufacturas mexicanas¹⁵. Este incremento en el volumen a su vez contribuyó al crecimiento de la producción y del empleo en industrias orientadas a la exportación como se verá más adelante.

¹⁵ Cabe destacar que los efectos de la depreciación en la situación actual difieren de los que predominaron en episodios previos: en lugar de que las exportaciones aumenten como resultado de un ajuste de la oferta de exportación —con precios en dólares determinados exógenamente en los mercados internacionales—, en la situación actual el ajuste ha venido del lado de la demanda, pues el precio de las exportaciones mexicanas cayó respecto al de nuestros competidores en los mercados externos. Esto explica a qué se debió el estancamiento de exportaciones en dólares corrientes: el fuerte incremento en el volumen fue compensado por una caída en los precios en dólares de aproximadamente la misma magnitud. Una explicación posible de la caída de los precios de las exportaciones manufactureras es que la economía mexicana, como exportadora de manufacturas, está dejando de ser una «economía pequeña y abierta» que toma como dados los precios en moneda extranjera a los que se vende en el exterior. Sin embargo, puede haber otros factores: la apreciación del dólar frente a monedas de terceros países en cuyos mercados la industria mexicana vende a los precios cotizados en dichas monedas, y la competencia de terceros países en el mercado estadounidense cuyas exportaciones en este mercado cayeron debido a la apreciación del dólar.

Tabla 9. Exportaciones a precios constantes y deflatores implícitos. Cambios porcentuales anuales. Tasa de crecimiento de las exportaciones (%)

	2014	2015	Deflactor implícito. Cambio anual (%)
			2015
Total	7,0	9,0	5,5
Bienes	7,1	8,2	5,7
Petróleo	-4,1	3,0	-40,1
No petroleras	7,4	8,7	10,0
Manufacturas	8,6	8,0	10,8
Otras no petroleras	3,4	24,4	-3,8
Servicios	3,9	23,6	1,4

Fuente: Inegi (oferta y utilización trimestral).

Al concentrar su atención en los valores corrientes y el comercio de mercancías, la sabiduría convencional también ha pasado por alto el crecimiento extraordinario de las exportaciones de servicios (a una tasa de 24%). En este caso, la depreciación en su conjunto se tradujo en un fuerte incremento de la demanda de servicios vinculados al turismo, sin afectar significativamente el precio en pesos de estas exportaciones (ver el pequeño incremento del deflactor implícito en la tabla 9) como es de esperar en un sector que compite en el mercado interno con servicios no comerciables. En consecuencia, las exportaciones totales de bienes y servicios a precios constantes crecieron a una tasa de 9% en 2015 (ver tabla 9) y las exportaciones no petroleras (incluyendo servicios) a una tasa incluso mayor (9,5%). Asimismo, es significativo que la diferencia entre el crecimiento de exportaciones e importaciones en 2015 (9% y 5%, respectivamente) aumentara considerablemente respecto a 2014 (7% y 6%, respectivamente, ver tabla 7).

Otro importante efecto expansionista de la depreciación real es el impacto positivo en la inversión privada que, conjuntamente con las exportaciones no petroleras de bienes y servicios, fue el componente más dinámico de demanda agregada de 2015, acelerando su crecimiento

respecto a 2014. En los primeros tres trimestres de 2015, la inversión privada creció a tasas superiores al 7% y alcanzó una tasa superior al 6% en el conjunto del año —con una desaceleración en el cuarto trimestre del año, ver tabla 7—. La inversión en maquinaria y equipo, tanto nacional como importada, tuvo una evolución particularmente dinámica —con tasas de crecimiento cerca de 9% para todo el año en ambos casos—, que sugiere que la inversión creció rápidamente en sectores relacionados a bienes comerciables. Esta evolución tiende a confirmar la operación del «canal de desarrollo» del tipo de cambio real que opera a través de la rentabilidad de la acumulación de capital en los sectores de bienes comerciables (véase sobre el tema a Frenkel & Ros, 2006; y para una revisión reciente de literatura en el caso mexicano a Ibarra, 2016).

El mercado interno y el dinamismo del consumo privado

Una conclusión de la sección anterior es que la presunta falta de respuesta de las exportaciones manufactureras en 2015 a la depreciación real no es realmente un enigma. En todo caso, la pregunta es por qué, dado el buen desempeño de las exportaciones manufactureras, el crecimiento de la producción manufacturera, aunque mayor que el PIB total, resultó ser lento y desalentador (2,9% para todo el año, ver tabla 7). La explicación parece ser que el rápido crecimiento de las industrias orientadas a las exportaciones fue compensado en sus efectos sobre la manufactura en su conjunto por el pobre desempeño de las industrias orientadas al mercado interno. La tabla 10 presenta a las industrias manufactureras, clasificadas según su coeficiente de exportación, en dos grupos: actividades orientadas a la exportación con un coeficiente de exportación mayor a 30% y actividades orientadas al mercado interno con un coeficiente de exportación menor a 30%. Como se muestra en la tabla, hubo un desempeño del crecimiento altamente diferenciado durante el 2015: en promedio, el crecimiento en las industrias orientadas a la exportación (5%) fue mucho más elevado que el de las industrias orientadas al mercado interno (1,6%), variando entre tasas de 7% o más en varias actividades

orientadas a la exportación —equipo de transporte, confección y mobiliario— y tasas de crecimiento negativas en las industrias orientadas al mercado interno —químicos y derivados del petróleo y carbón, así como algunas pocas industrias de exportación como maquinaria, equipamiento y metales básicos—. El contraste en la evolución del empleo es igualmente notable: un crecimiento de 3,5% en las actividades de exportación y estancamiento en las orientadas al mercado interno.

Tabla 10. Crecimiento del PIB (%PIB) y empleo (%E) en industrias orientadas a las exportaciones y al mercado interno en 2015

Orientadas a las exportaciones	% PIB	%E	Orientadas al mercado interno	% PIB	%E
Promedio simple	5,0	3,5	Promedio simple	1,6	0,0
Computadoras y sistemas electrónicos (334)	6,9	4,9	Cuero	2,2	0,7
Maquinaria y equipo (333)	-0,6	4,7	Insumos textiles (313)	2,1	0,5
Equipos electrónicos (335)	6,0	3,6	Químicos (325)	-1,0	-2,6
Equipo de transporte (336)	7,0	6,6	Minerales no metálicos (327)	5,2	1,5
Otros (339)	3,9	3,8	Bebidas y tabaco (312)	5,9	2,7
Textiles (314)	10,1	3,2	Impresiones (323)	1,1	1,4
Productos metálicos (332)	5,8	2,7	Papel (322)	3,2	0,3
Confección (315)	7,3	-1,1	Derivados del petróleo y carbón (324)	-7,7	-3,9
Mobiliario (337)	7,9	4,7	Madera (321)	3,1	-2,4
Metales básicos (331)	-3,8	1,9	Procesamiento de alimentos (311)	1,6	1,8
Plástico y caucho (326)	4,7	3,8	-	-	-

Nota: las industrias orientadas a la exportación son aquellas con un coeficiente de producción para la exportación mayor a 30% y aquellas orientadas al mercado interno tienen un coeficiente de exportación menor a 30%. Este porcentaje es aproximadamente la mediana de la industria manufacturera. En ambos casos, el coeficiente de exportación se refiere al año 2014. Se presenta a las industrias en orden descendente según su coeficiente de exportación.

Fuente: Inegi (cuentas nacionales) y Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (2014).

Esto nos conduce a examinar la evolución del consumo privado. La sabiduría convencional también enfatiza que el dinamismo del consumo privado es uno de los acertijos de 2015. De hecho, el crecimiento del consumo privado fue solo ligeramente más alto que el crecimiento del PIB que, a su vez, fue simplemente mediocre. Sin embargo, es cierto que el consumo privado acelera su crecimiento respecto a 2014 en mayor medida que el crecimiento del PIB. Varios factores parecen explicar esta situación, entre ellos la disponibilidad y la expansión del crédito al consumo y un efecto expansivo *sui generis* de la depreciación del tipo de cambio: el gran incremento en el valor real de las remesas provenientes de familiares en el extranjero. De hecho, mientras que las remesas provenientes de familiares aumentaron en 4,8% en dólares corrientes en 2015, su valor real en pesos lo hizo en 21,8% debido a la depreciación del tipo de cambio y el comportamiento de los precios al consumidor en México (véase sobre el tema a Cervantes & Sánchez, 2016). Aunque tuvo un pequeño efecto en el consumo total, el impacto es, no obstante, significativo —entre una y dos décimas de un punto porcentual adicional al incremento en el consumo privado total—.

El impacto del comportamiento de los salarios reales en la aceleración del consumo privado es menos claro. A juzgar por la evolución de los salarios contractuales, el impacto de la desaceleración de la inflación en las remuneraciones reales y, a través de este medio, en el consumo privado, no es muy significativo. Como se muestra en la tabla 1, el incremento en los salarios contractuales reales fue solo 0,3% en 2015 e idéntico al de 2014. Por otra parte, la información proporcionada por la ENOE muestra un panorama un poco diferente. El incremento en las remuneraciones reales por hora de trabajadores asalariados fue de 0,7% en 2015 —el primer incremento desde 2007 registrado por la encuesta— y, aunque fue más alto que el de los salarios contractuales que aparecen en la tabla 1, no cambia las conclusiones de manera muy significativa. Sin embargo, según la encuesta, las remuneraciones reales por hora de los trabajadores por cuenta propia aumentaron en 3,5%,

lo que contribuyó, junto con el incremento en la población empleada, a un aumento de 4,0% del total del ingreso laboral real —masa salarial más los ingresos de los trabajadores por cuenta propia—. Este incremento contrasta con la reducción del ingreso laboral real en 3,7% en 2014 y sugiere que el contraste en la evolución del consumo privado con respecto del PIB en 2014 y 2015 ciertamente puede estar relacionado con la evolución heterogénea de los ingresos laborales reales en esos dos años. Más allá de las discrepancias entre las fuentes, y como se mencionó anteriormente, el comportamiento del consumo privado con respecto al PIB no fue inusual en 2015 como se afirma con frecuencia; en todo caso fue solo inusual respecto a 2014. La economía está muy lejos de lograr un crecimiento basado en el mercado interno, como se muestra claramente en la tabla 10.

Depreciación e inflación

La depreciación real del peso es un elemento positivo en la situación actual. En primer lugar, tiende a compensar la caída en los ingresos del petróleo ya que aumenta el valor real en pesos de dichos ingresos, suavizando así la necesidad de realizar un ajuste fiscal. En segundo lugar, incluso más importante, la depreciación ha tenido un efecto expansivo en varios sectores de la economía, como se ha visto. Además, es particularmente positivo porque, a diferencia de episodios previos de depreciación, no ha dado como resultado una aceleración de la inflación: otra interrogante del 2015. De hecho, la tasa de inflación (2,1% al final del ejercicio) cayó en 2015 dos puntos porcentuales debajo de su nivel en 2014 y es la inflación más baja en varias décadas —el mínimo histórico desde que comenzó a estimarse el índice nacional de precios al consumidor; véase Banco de México, 2015b—. Asimismo, está debajo de la meta de inflación de 3% por primera vez desde que el Banco Central adoptó un régimen de metas de inflación a inicios de la década del 2000.

Varios factores contribuyeron a la desaceleración de inflación en medio de la depreciación del tipo de cambio. En primer lugar, existen circunstancias externas: las disminuciones constantes en los precios internacionales de productos alimenticios y materias primas y el hecho que algunos socios comerciales de México depreciaran sus monedas frente al dólar más que el peso mexicano. En consecuencia, el precio unitario de las importaciones pudo haber caído en varios casos. Además, se debe considerar la reducción de algunos precios de bienes no comerciables como la caída de las tarifas de electricidad —por las reducciones del precio en los principales insumos utilizados para producir electricidad en México, como el petróleo y gas natural— y las tarifas de telefonía —asociadas a la reforma de las telecomunicaciones—. Estas reducciones de precio contrarrestaron los efectos del incremento de los precios de los bienes comerciables causados por la depreciación. El efecto de traspaso del tipo de cambio en los precios de bienes comerciables también tendió a caer, como ya se mencionó anteriormente. Otros factores internos importantes en la desaceleración de inflación son la persistencia de la subutilización de capacidad y recursos en los mercados de bienes y de trabajo junto con la baja tasa de inflación y el anclaje de expectativas inflacionarias en torno a las metas de inflación del Banco Central que han dado como consecuencia un menor grado de traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios de bienes comerciables y no comerciables.

Una implicación de la reducción y bajo grado actual del traspaso de las fluctuaciones cambiarias al nivel de precios es que el «miedo a depreciar» que ha caracterizado a la política monetaria está hoy menos justificado aún que en el pasado. Esta lección no parece haber sido asimilada por la política monetaria: en febrero de 2016, el Banco Central decidió aumentar la tasa de interés de política en 50 puntos base en un contexto en donde por primera vez la tasa de inflación había caído debajo de la meta de 3%, como ocurrió en 2015.

CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS E IMPLICACIONES DE POLÍTICA

No parece exagerado decir que sin la depreciación del tipo de cambio real la economía habría caído en recesión en 2015. Los componentes más dinámicos de la demanda agregada, las exportaciones y la inversión privada, registraron tasas de crecimiento muy por encima del PIB (9% y 6,3%, respectivamente; frente a 2,5% en el caso del PIB). Este dinamismo, como se sostuvo en la sección anterior, está íntimamente vinculado a la depreciación del tipo de cambio. Al mismo tiempo, no parece exagerado decir que sin la fuerte reducción de la inversión pública y la lentitud del consumo público —los componentes menos dinámicos de la demanda agregada—, el crecimiento de la economía pudo haber sido significativamente mayor que el registrado. Por lo tanto, las perspectivas a corto y mediano plazo de la economía dependen crucialmente de lo que le ocurre al tipo de cambio real y al gasto público, así como de la evolución del entorno externo.

Desde esta perspectiva, el intento de la política monetaria y cambiaria por revertir la depreciación del peso y el ajuste de las finanzas públicas a través de recortes de gasto, en lugar de incrementos en los ingresos públicos, no augura nada bueno para el crecimiento en 2016. La posición actual de política macroeconómica adolece de al menos tres fallas. La primera es no aceptar que la flotación cambiaria es el único estabilizador automático que la economía tiene hoy y como tal se le debería dejar funcionar plenamente, especialmente cuando la política fiscal ha adoptado una posición contractiva frente a la caída de los ingresos del petróleo. La segunda es que se están haciendo pocos esfuerzos para fortalecer los ingresos públicos en un país cuya carga tributaria (aproximadamente 12% del PIB) es una de las más bajas de América Latina y similar a las de Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia o Suecia a inicios del siglo XX, cuando el gobierno se limitaba a preservar el orden público (ver información más detallada en Ros, 2015b). La tercera es que, lejos de funcionar de manera coordinada,

las políticas fiscales y monetarias parecen estar fundamentadas en diagnósticos opuestos. Si el choque negativo a los ingresos provenientes de la exportación de petróleo es permanente, como parece ser la premisa de la política fiscal y el ajuste al gasto público, ¿por qué la política monetaria y cambiaria está actuando como si el choque fuese temporal, intentando revertir la depreciación del peso?

Si el tipo de cambio real continúa en el nivel alcanzado a inicios de 2016, sus efectos positivos rezagados en las exportaciones netas y la inversión privada se sentirán más plenamente. Sin embargo, los efectos de la depreciación en las exportaciones netas no petroleras, el turismo y el valor real de las remesas familiares son en gran medida por una sola vez, de manera que, en ausencia de depreciaciones adicionales, el efecto expansivo vía demanda del tipo de cambio en estos rubros gradualmente desaparecerá. Por ello, el efecto estratégico para la recuperación económica y el crecimiento a mediano y largo plazo es el que resulte de un «nivel» alto del tipo de cambio real en la formación de capital físico y la capacidad productiva, al que nos referimos anteriormente como el canal de «desarrollo» o «rentabilidad» del tipo de cambio real.

Respecto a las finanzas públicas, el efecto de los factores compensatorios durante el 2015 desapareció en gran medida en el 2016 y los efectos de los bajos precios internacionales del petróleo se sentirán más completamente en los ingresos públicos. Ante la ausencia de factores compensatorios y de un incremento en los ingresos públicos, la contracción de los ingresos del petróleo conduce a un ajuste fiscal adicional que repercute en el gasto en inversión pública. Este proceso, el ajuste de las finanzas públicas a través recortes de inversión ante la ausencia de mayores ingresos públicos, no es solo negativo para el crecimiento, si no que puede ser contraproducente para el futuro rumbo de la deuda pública. Con amplias oportunidades de inversión pública —derivadas de la insuficiente inversión en décadas recientes, con tasas de retorno muy por encima de la tasa de interés de la deuda pública— un menor nivel de inversión pública puede implicar un mayor nivel de

deuda pública como porcentaje del PIB a largo plazo. En contraste, un nivel más alto de inversión pública, que conduce a un crecimiento más acelerado del PIB (5%), no pone en peligro la sostenibilidad de la política fiscal, incluso en un contexto de déficits fiscales similares a los del pasado reciente —del 3% al 4% del PIB, medido por los requerimientos financieros del sector público—, ya que no implica un incremento continuo de la deuda pública como porcentaje del PIB (ver al respecto Cantú, Ramones & Villarreal, 2016). De hecho, ante la presencia de déficits moderados y menores (de 2% del PIB), una tasa anual de 5% del crecimiento económico conduciría a una reducción gradual del coeficiente de deuda.

En conclusión, los componentes necesarios para recuperar una trayectoria de crecimiento más acelerada en el mediano y largo plazo están disponibles. Como se explica en detalle en Ros (2015b), esto requiere cumplir con dos condiciones. La primera es la recuperación de las políticas macroeconómicas, cuyas tareas han sido relegadas a mantener una inflación baja, como instrumentos de política de crecimiento, especialmente mediante la recuperación de la inversión pública en infraestructura y la conservación de un tipo de cambio real competitivo. La segunda es la reorientación de la política económica hacia un ataque simultáneo contra el estancamiento y la desigualdad, dándole prioridad a inversiones en infraestructura en las regiones menos desarrolladas; la implementación de una reforma fiscal redistributiva para relajar restricciones fiscales actuales y promover el bienestar de los segmentos más pobres de la población; y una recuperación de los salarios reales, empezando con el salario mínimo que, en su nivel actual de alrededor de cuatro dólares por día, es probablemente el más bajo del hemisferio occidental.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias, Javier, Oliver Azuara, Pedro Bernal, James Heckman & Cajeme Villarreal (2010). *Policies to promote growth and economic efficiency in Mexico. Discussion paper No. 4740*. Bonn: Institute for the Study of Labor - IZA.
- Banco de México (2015a). *Informe trimestral. Julio - setiembre de 2015*. México D.F.: Banco de México.
- Banco de México (2015b). *Informe trimestral. Octubre - diciembre de 2015*. México D.F.: Banco de México.
- Blanchflower, David & Andrew Levin (2015). *Labor market slack and monetary policy. Working paper No. 21094*. Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER.
- Cantú, Ricardo, Fernando Ramones & Héctor Villarreal (2016). Por un sistema fiscal sostenible y con objetivos. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 259-281.
- Chiquiar, Daniel & Manuel Ramos Francia (2009). *Competitividad y crecimiento en la economía mexicana. Documentos de investigación No. 2009-11*. México D.F.: Banco de México.
- Cervantes, Jesús & Cindy Sánchez (2016). *Evolución reciente del ingreso de México por remesas y del empleo de los mexicanos inmigrantes en Estados Unidos*. México D.F.: Cemla-Foro de Remesas de América Latina y el Caribe.
- Dornbusch, Rudiger & Alejandro Werner (1994). Mexico: stabilization, reform and no growth. *Brookings papers on economic activity*, (1), 253-315.
- Elizondo, Carlos (2011). *Por eso estamos como estamos. La economía política de un crecimiento mediocre*. México D.F.: Debate.
- Frenkel, Roberto & Jaime Ros (2006). Unemployment and the real exchange rate in Latin America. *World Development*. 34(4), 631-646.
- García Alba, Pascual (2006). *La venganza de los no comerciables: competencia doméstica en México desde la adopción del TLCAN. Documento de trabajo EGAP 2006-12*. México D.F.: Tecnológico de Monterrey.
- Hernández Laos, Enrique (2016). Tendencias recientes del mercado laboral. 2005-2015. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 87-139.

- Ibarra, Carlos (2016). Tipo de cambio real y crecimiento: una revisión de la literatura. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 39-86.
- Levy, Santiago (2008). *Good intentions, bad outcomes: social policy, informality and economic growth in Mexico*. Washington D.C.: The Brookings Institute.
- Moreno-Brid, Juan, Esteban Pérez-Caldentey, Jamel Sandoval, & Ismael Valverde (2016). Inversión, cambio estructural y crecimiento. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 215-258.
- OCDE (2015). *Estudios económicos de la OCDE*. México D.F.: OCDE.
- Pagés, Carmen (ed.) (2010). *La era de la productividad. Cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Washington D.C.: BID.
- Pérez Motta, Eduardo (2007). A commitment to markets is needed. *Financial Times*, 9 de mayo.
- Ros, Jaime (2013). *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*. México D.F.: Colegio de México-UNAM.
- Ros, Jaime (2015a). ¿Por qué cae la participación de las remuneraciones en el ingreso total en México? *Economía UNAM*, 12(36), 3-15.
- Ros, Jaime (2015b). ¿Cómo salir de la trampa del lento crecimiento y la alta desigualdad? México D.F.: Colegio de México-UNAM.
- Ros, Jaime (2016). La economía mexicana desde la crisis de 2008-2009 y las lecciones de 2015. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 5-38.
- Samaniego, Norma (2014). La participación del trabajo en el ingreso nacional: el regreso a un tema olvidado. *Economía UNAM*, 11(32), 39-86.

LAS «VACAS FLACAS» EN LA ECONOMÍA PERUANA

Oscar Dancourt¹

INTRODUCCIÓN

En la historia macroeconómica del Perú, las épocas de «vacas gordas», es decir, los auges más o menos prolongados donde crece la actividad económica, se expande el empleo y aumenta la inversión privada, son también épocas de precios altos de las materias primas que exportamos (metales, hoy día); y las épocas de «vacas flacas», es decir, las recesiones más o menos intensas donde decrece la actividad económica y se contraen el empleo y la inversión privada, son épocas de precios bajos de estas materias primas.

Las siete mayores recesiones ocurridas en el Perú desde 1950, a razón de una por década —salvo en los ochenta, cuando tuvimos dos recesiones muy profundas y prolongadas—, están asociadas todas a desplomes más o menos súbitos de los precios internacionales de las materias primas de exportación.

¹ Una versión de este texto se presentó en la reunión «Central Banks in Latin America: in Search for Stability and Development» organizada por CEDES y PUCP en Lima, 2016. Agradezco los comentarios de Martín Rapetti y la inmejorable asistencia de Gustavo Ganiko y de Jefferson Martínez.

En 2014-2015, el crecimiento de la economía peruana registró un fuerte frenazo, tras cuatro años de rápida expansión. La tasa de crecimiento del PBI no primario² cayó a un 3,6% en 2014 y a un 2,4% en 2015, cifras muy por debajo del 7,3% promedio anual registrado durante la década previa (Banco Central de Reserva del Perú - BCRP, 2015); y, para 2016, se proyecta que la economía urbana tendrá un crecimiento igualmente bajo del 2,8% anual (BCRP, 2016).

Este texto tiene cinco secciones, incluyendo esta introducción. La segunda describe el choque externo adverso sufrido por la economía peruana y su impacto recesivo durante 2014-2015. La tercera analiza el impacto inflacionario de este choque externo. La cuarta sección describe las políticas monetarias y fiscales aplicadas en respuesta al choque externo. Se concluye listando los retos macroeconómicos del nuevo gobierno.

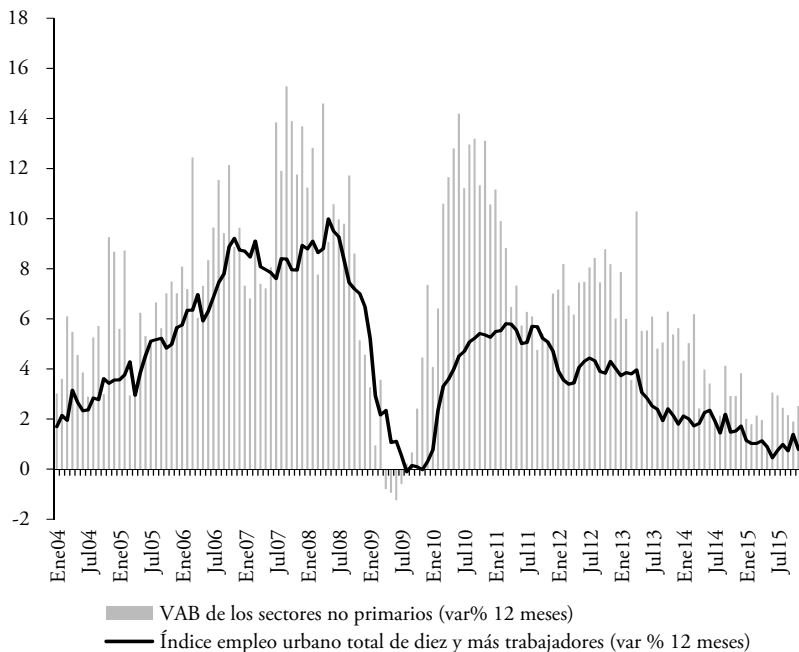
EL CHOQUE EXTERNO ADVERSO

La enorme desaceleración experimentada por el crecimiento del PBI no primario desde 2012 y la sensible disminución del crecimiento del empleo urbano en las empresas de más de diez trabajadores, se muestra en el gráfico 1. Este índice de empleo urbano se redujo en catorce de las treinta ciudades más grandes del país, entre noviembre del 2013 y el mismo mes del 2014; y volvió a contraerse en quince de estas treinta ciudades, entre noviembre del 2014 y el mismo mes del 2015; y, para abril de 2016, el crecimiento de los últimos doce meses de este índice agregado de empleo urbano cayó hasta cero (BCP, 2016). El 2016 fue el tercer año consecutivo de esta nueva época de vacas flacas en la economía de las ciudades³ del país que albergan a tres cuartas partes de la población.

² El PBI no primario representa un 80% del PBI total y excluye la agricultura, la pesca y la minería, y las actividades de transformación vinculadas a estos sectores; mide así la actividad económica del Perú urbano.

³ El PBI total creció 3,3% en 2015 y cerca del 4% en 2016, según el Reporte de Inflación (BCRP, 2016). Estas cifras reflejan la expansión del PBI minero, 15% en 2015

Gráfico 1. Producción y empleo en el Perú urbano

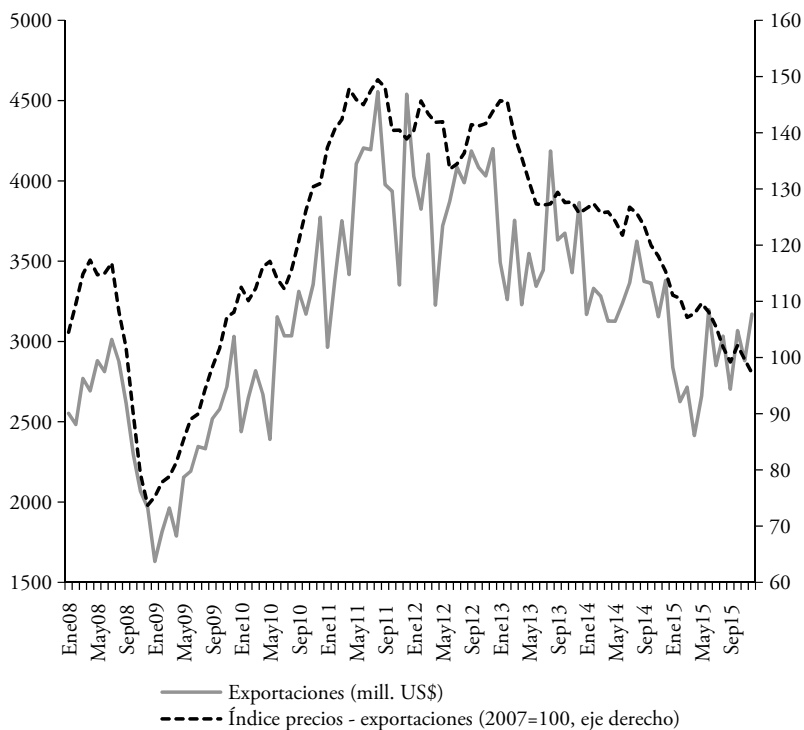


Fuente: BCRP.

Este enfriamiento de la economía urbana ha estado asociado a una notable caída del valor de las exportaciones, como se muestra en el gráfico 2. Entre el tercer trimestre del 2011 y el primer trimestre del 2015, el valor de las exportaciones en dólares se redujo un 36%, (un 11% del PBI nominal), debido a que el índice de precios de las exportaciones descendió un 34% entre el pico (agosto del 2011) de los últimos quince años y el piso más reciente (setiembre del 2015). En la recesión de 2008-2009, este mismo índice disminuyó un 36% en menos de un año, pero se recuperó rápidamente.

y 18% en 2016, generada por la maduración de grandes proyectos de inversión iniciados en la época de precios altos de los metales.

Gráfico 2. Perú: valor de exportaciones e índice de precios de exportaciones



Fuente: BCRP.

La paralización de la economía urbana ha estado asociada también a una caída de la inversión privada y pública. En 2014, la inversión privada fija disminuyó en 2,1% y la inversión pública en 2,0%; en 2015, la inversión privada se contrajo en 4,3% y la inversión pública en 7,5%; y para 2016 se proyectaba un crecimiento nulo de la inversión privada total y una caída de 33% de la inversión minera (BCRP, 2016).

La causa principal del enfriamiento de la economía urbana es el desplome de los precios mundiales de los metales. Cuando caen los precios de los minerales, se reduce la exploración y construcción de nuevas minas, así como la inversión privada en toda la economía, como se aprecia en el gráfico 3. La inversión global de las diez empresas mineras más grandes del planeta, varias de las cuales operan en el Perú, se ha contraído con la caída de los precios mundiales de los metales (FMI, 2015, cap. 1).

Gráfico 3. Perú: inversión privada total y precios de las exportaciones



Fuente: BCRP.

Disminuye entonces el gasto privado que mueve a la industria de la construcción y a otras industrias conectadas con ella, cuya importancia en la economía del Perú urbano es grande. No es la nueva producción minera, sino la construcción de nuevas minas (o infraestructura pública), lo que tiene en la economía peruana un alto efecto multiplicador y la capacidad para impulsar al resto de la economía⁴.

Si se desploman los precios de los metales, se reducen los ingresos fiscales. El ministerio de economía recorta la inversión pública, que es la variable de ajuste presupuestal, para que el déficit fiscal no sobrepase la meta fijada por ley. Al igual que una política de presupuesto equilibrado, esta meta de déficit fiscal exige que los gastos no financieros, o una porción de estos, como la inversión pública en el Perú, varíen en la misma dirección y magnitud que los ingresos fiscales. Esta regla fiscal genera una inversión pública procíclica, es decir, que aumenta en los auge y disminuye en las recesiones, exacerbando así tanto las épocas de vacas gordas como las épocas de vacas flacas, originadas en las fluctuaciones de los precios de las materias primas de exportación.

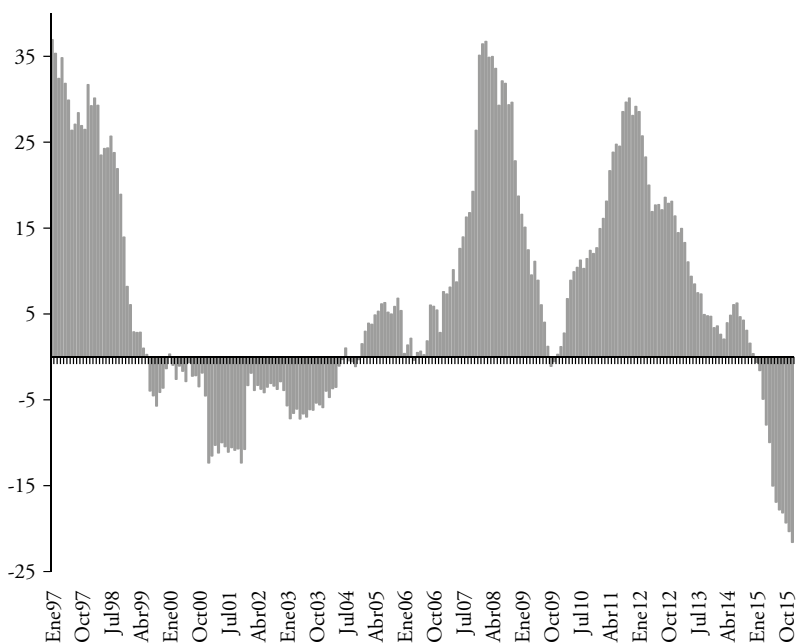
El otro choque externo que ha causado este enfriamiento de la economía urbana es una restricción o sequía crediticia en dólares. Las dos últimas recesiones de la economía peruana coinciden con una caída de los precios internacionales de los metales y, también, con una súbita disminución del crédito en moneda extranjera otorgado por el sistema bancario local a empresas y familias, que ocurre cuando los bancos locales pierden acceso a sus fuentes externas de fondos.

Esta restricción o sequía crediticia, provocada usualmente por factores externos como contagios, crisis financieras o ajustes en la política monetaria norteamericana, también reduce el gasto privado y genera un fuerte impulso recesivo. A fines de 2015, el crédito del sistema bancario

⁴ Una expansión suficientemente amplia de las exportaciones no tradicionales y del turismo, acompañada de alguna sustitución de importaciones, también podría impulsar al resto de la economía.

al sector privado en moneda extranjera representaba un 13% del PBI⁵, mientras que el crédito en moneda nacional representaba un 22% del PBI. Como se muestra en el gráfico 4, se han registrado tres grandes episodios de restricción crediticia en moneda extranjera durante las últimas dos décadas en la economía peruana; los dos primeros están conectados a las dos últimas recesiones (1998-2000 y 2008-2009) y el tercero, vinculado al ajuste de la política monetaria norteamericana, se inició a principios de 2013.

Gráfico 4. Crédito al sector privado del sistema bancario en moneda extranjera (tasas de crecimiento anual)



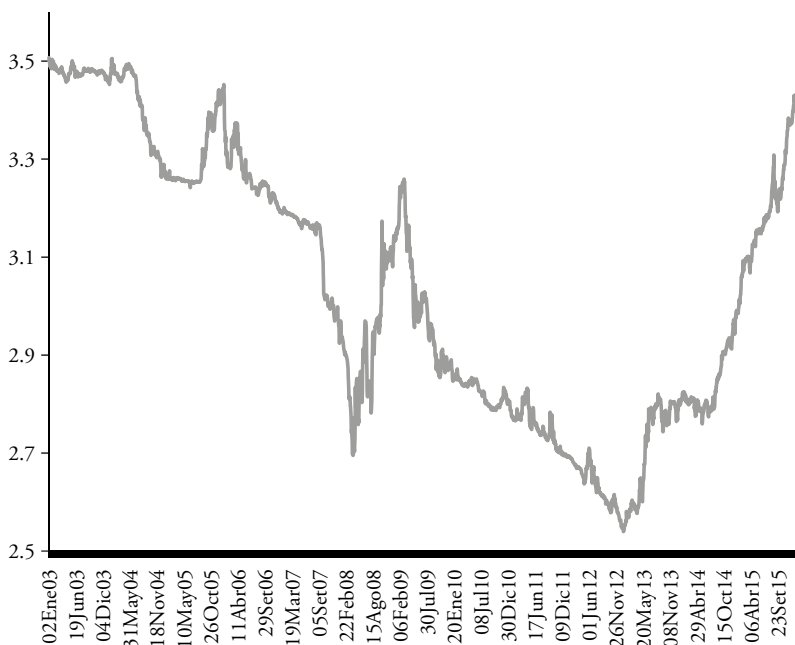
Fuente: BCRP.

⁵ Esta cifra no incluye la deuda externa en moneda extranjera de las grandes empresas no financieras locales que estaba cerca de un 15% del PBI a fines del 2015.

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

Estos choques externos adversos no solo reducen la demanda agregada y generan un fuerte impulso recesivo. También deterioran la balanza de pagos y presionan el tipo de cambio al alza. Como se muestra en el gráfico 5, el precio del dólar en soles o tipo de cambio sube en las épocas de vacas flacas (2008-2009, 2013-2015) y baja en las épocas de vacas gordas (2003-2012).

Gráfico 5. Tipo de cambio
(S/. por US\$)



Fuente: BCRP.

Un alza duradera del tipo de cambio eleva transitoriamente la inflación, activa el efecto hoja de balance —los endeudados en dólares que ganan en soles reducen su gasto cuando sube el precio del dólar y la tasa de morosidad de esta deuda típicamente se eleva— y, por último, estimula la producción de bienes y servicios peruana, que compite con la producción extranjera en el mercado interno o en el mercado externo⁶. En el corto plazo, el efecto hoja de balance predomina en la economía peruana sobre el efecto competitividad, de tal modo que un alza del tipo de cambio real tiende a ser recesiva e inflacionaria y, al mismo tiempo, mejora la balanza de pagos.

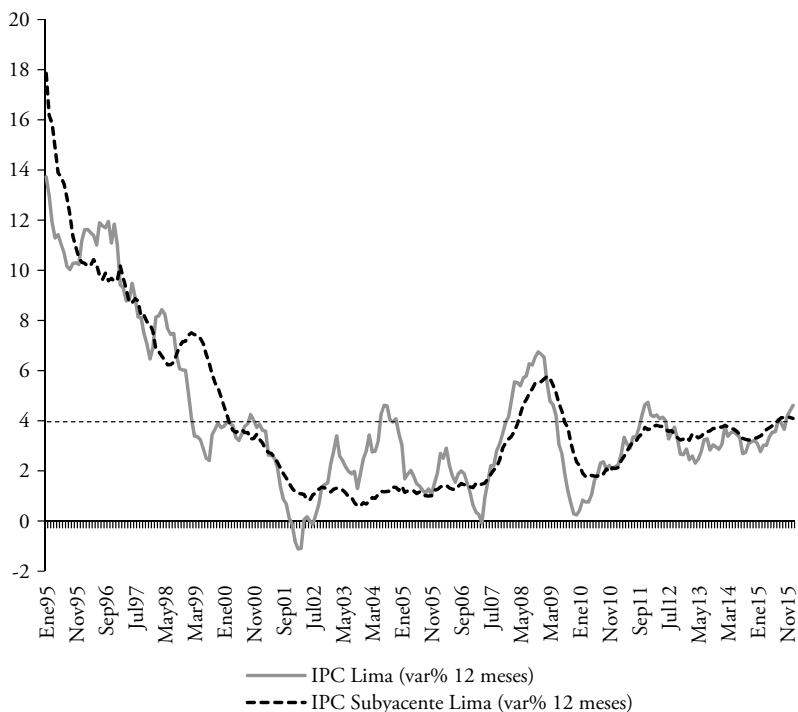
Un choque externo adverso tiende a generar una cierta elevación del tipo de cambio real. Si la inflación es un promedio ponderado del incremento porcentual de los salarios y del tipo de cambio nominales, si el periodo de reajuste de los salarios esta constante, y si la indexación de los salarios a la inflación pasada no es completa, entonces la inflación puede elevarse transitoriamente, conforme el tipo de cambio real sube, y descender cuando el tipo de cambio real alcanza su nuevo nivel y permanece allí⁷.

Desde la instauración del régimen de metas de inflación en 2002 hasta la actualidad, la inflación ha permanecido la mayor parte del tiempo en un corredor entre 0 y 4% anual, como se muestra en el gráfico 6, ya sea que observemos la inflación total, medida por el índice de precios al consumidor (IPC) de Lima Metropolitana, o la inflación subyacente, que excluye de este índice los precios volátiles de alimentos frescos y combustibles, y permite así tener una visión de la tendencia de la inflación.

⁶ Es el caso de los exportadores de confecciones, de los productores locales que compiten con las prendas importadas, mayormente chinas; de la industria del turismo, de las exportaciones agroindustriales, etcétera.

⁷ Véase el Anexo 1.

Gráfico 6. Inflación



Fuente: BCRP.

El Banco Central del Perú estableció en 2002 un rango meta de inflación más bajo (1,5%-3,5% anual) que el de sus pares de Chile, Colombia o México (2-4% anual). Al inaugurarse el segundo gobierno de Alan García, que cargaba con la culpa de la hiperinflación de fines de los ochenta, un nuevo directorio tomó la decisión de reducir, a partir del 2007, la meta de inflación a 2% anual con un rango meta entre 1% y 3% anual.

El propósito básico del sistema de metas de inflación es influir sobre las expectativas inflacionarias del público, de tal manera que las decisiones de precios de las empresas, o las negociaciones de salarios entre

empresas y sindicatos, tomen en cuenta que la inflación futura estará normalmente dentro del rango meta establecido por el banco central. Esto solo se puede lograr si el banco central cumple con la meta de inflación durante un periodo prolongado⁸. Si, por el contrario, la meta de inflación se sobrepasa con excesiva frecuencia, las expectativas de inflación tenderán a situarse fuera del rango meta.

Entre enero de 2002 y diciembre de 2006, la inflación de los últimos doce meses estuvo fuera del rango meta durante un 43% del periodo. Entre enero de 2007 y diciembre de 2015, la inflación estuvo fuera del rango meta un 69% del tiempo. Si la meta de inflación no se hubiese reducido, la inflación habría estado fuera del rango meta solo un 50% del periodo 2007-2015.

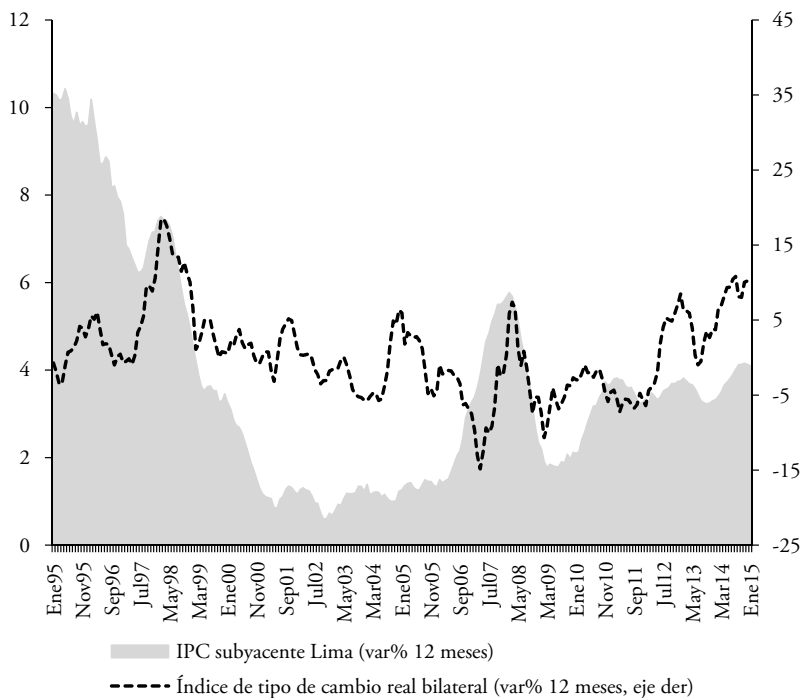
Durante el bienio 2014-2015, caracterizado por fuertes presiones inflacionarias generadas por el alza del tipo de cambio, la inflación estuvo fuera del rango meta el 87% del tiempo; algo similar ocurrió durante la crisis de 2008-2009. Así, las expectativas de inflación para 2016 de las empresas no financieras estaban situadas por encima del 3% anual. Si el rango meta de inflación hubiese sido similar al de Chile, Colombia o México (2%-4% anual), la inflación hubiera estado fuera del rango meta solo un 12% del periodo durante 2014-2015⁹.

⁸ En palabras de Janet Yellen (2015) «Mi interpretación de la evidencia histórica es que las expectativas de inflación a largo plazo se anclan en un nivel particular solo después de que un banco central logra mantener la inflación real cerca de un nivel objetivo durante muchos años» («My interpretation of the historical evidence is that long-run inflation expectations become anchored at a particular level only after a central bank succeeds in keeping actual inflation near some target level for many years». Traducción propia).

⁹ Una meta de inflación más alta eleva directamente la inflación. Pero, si también aumenta la credibilidad de la política monetaria y reduce así el impacto inflacionario de choques del tipo de cambio real, puede reducir indirectamente la inflación. En el Anexo 1, se construye un ejemplo donde este último efecto domina, en el tránsito de un equilibrio a otro. Albagli y otros (2015) muestran empíricamente, con un panel de países que incluye a Perú, que este efecto credibilidad, medido por el grado de cumplimiento pasado de la meta de inflación, reduce el impacto inflacionario del tipo de cambio. En FMI (2016a) se obtiene un resultado parecido, utilizando como indicador de la credibilidad la dispersión de las expectativas de inflación a un año.

Los picos de la inflación subyacente están vinculados, en las últimas dos décadas, a alzas súbitas del tipo de cambio real bilateral¹⁰, como se puede apreciar en el gráfico 7. Cabe anotar que estos picos de la inflación subyacente pueden estar asociados también al incremento del precio internacional del petróleo¹¹.

Gráfico 7. Inflación y tipo de cambio real
(var% 12 meses)



Fuente: BCRP.

¹⁰ Desde principios de los años 2000, las fluctuaciones del tipo de cambio real bilateral están estrechamente asociadas a las fluctuaciones del tipo de cambio nominal bilateral.

¹¹ No hemos tomado en cuenta en este análisis el papel de dos choques de oferta de signos opuestos: la caída del precio del petróleo y el fenómeno de El Niño.

El comportamiento del tipo de cambio es un determinante básico de la inflación en la economía peruana. En el índice de precios al consumidor hay muchos bienes y servicios cuyos precios dependen directamente del tipo de cambio porque son importados, o contienen insumos importados, o están indexados al tipo de cambio —como el alquiler de viviendas o el precio de la electricidad fijado por un organismo estatal—. La historia muestra que el precio del dólar cae en las épocas de vacas gordas, cuando suben los precios de las materias primas que exportamos o entran los capitales, y se eleva en las épocas de vacas flacas, cuando se desploman los precios de las materias primas o salen los capitales. La evidencia señala, además, que el impacto del tipo de cambio sobre la inflación es mayor cuando el dólar sube¹²; si el coeficiente de traspaso es de 0,2, una depreciación de la moneda nacional del 30% anual agrega a la inflación anual unos 6 puntos porcentuales extras durante uno o dos semestres.

La meta de inflación en la economía peruana debiera ser más alta, para que se pueda cumplir la mayor parte del tiempo, no solo en las épocas de vacas gordas con un tipo de cambio que tiende a caer, sino también en las épocas de vacas flacas con un tipo de cambio que tiende a subir¹³.

POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL EN 2013-2015

Una caída de los precios de los metales o una salida de capitales constituyen un choque de demanda negativo y también un choque de oferta negativo vía el alza del tipo de cambio. La actividad económica cae y la inflación puede elevarse.

¹² Sobre las economías emergentes, véase Caselli y Roitman (2016); sobre Perú, véase Pérez Forero y Vega (2015).

¹³ Las dudas sobre la conveniencia de una meta de inflación tan baja se extienden, véase FMI (2016c).

Si las autoridades monetarias y fiscales tienen como objetivos la estabilidad de precios y el pleno empleo, ante un choque externo adverso, deben reducir la tasa de interés local y aumentar el gasto público para contrarrestar el choque de demanda negativo. Y, además, deben vender dólares para contrarrestar el choque de oferta negativo. El banco central pierde reservas de divisas mientras el choque externo no se revierta o el tipo de cambio real no suba. Si el choque externo es persistente, el tipo de cambio real debe subir.

El Banco Central debe vender dólares para moderar el alza del tipo de cambio. Sin embargo, en seis de las siete grandes recesiones de los últimos sesenta años, el Banco Central se quedó sin reservas de divisas. La excepción es la crisis de 2008-2009 durante el segundo gobierno de García. El Banco Central había acumulado dólares en la época de vacas gordas y las vacas flacas duraron poco. Así, el Banco Central pudo poner un límite al alza del tipo de cambio, al alza de la inflación y al efecto hoja de balance.

El Banco Central debe bajar la tasa de interés y el Ministerio de Economía debe aumentar la inversión pública para amortiguar el impacto recesivo del choque externo adverso. Esa es la lección básica de la economía keynesiana. Sin embargo, en seis de las últimas siete recesiones elevamos la tasa de tasa de interés —ajustamos la política monetaria en vez de aflojarla— y recortamos la inversión pública, agravando el impulso recesivo externo. Otra vez, la única excepción ocurrió en 2008-2009, cuando el Banco Central bajó la tasa de interés y el Ministerio de Economía aumentó la inversión pública. De las cuatro últimas recesiones, para las cuales hay datos del PBI trimestral, esta fue la menos prolongada y la menos profunda, a pesar de que el choque externo adverso fue muy severo. La aplicación de estas políticas keynesianas requiere grandes reservas de divisas en el banco central.

Por último, un sistema bancario dolarizado como el peruano puede ser peligrosamente inestable si el banco central no tiene dólares y ocurre un choque externo adverso. La crisis bancaria y la recesión de 1998-2000 ocurridas al final de la dictadura fujimorista así lo demuestran.

La morosidad subió rápidamente con el alza del tipo de cambio¹⁴ y se generaron corridas de los acreedores externos y de los depositantes de los bancos comerciales locales. Quebraron o fueron rescatados por el fisco varios bancos, entre ellos el segundo y el quinto más grandes por tamaño de depósitos.

¿Qué se ha hecho con la política monetaria en 2013-2015? El primer punto respecto a la política monetaria es que, a fines del 2015, se había vendido la mitad de las reservas de divisas propias del Banco Central, medidas por la posición de cambio¹⁵ en su pico histórico, que alcanzó un 25% del PBI. Durante la crisis de 2008-2009, el BCRP solo vendió un cuarto de su posición de cambio, medida de la misma manera. A este ritmo de ventas de dólares, las reservas de divisas se agotarían en dos o tres años. Como es poco probable que este choque externo adverso se revierta en ese lapso, es claro que el BCRP se ha excedido largamente en sus ventas de dólares, lo que compromete la política monetaria futura.

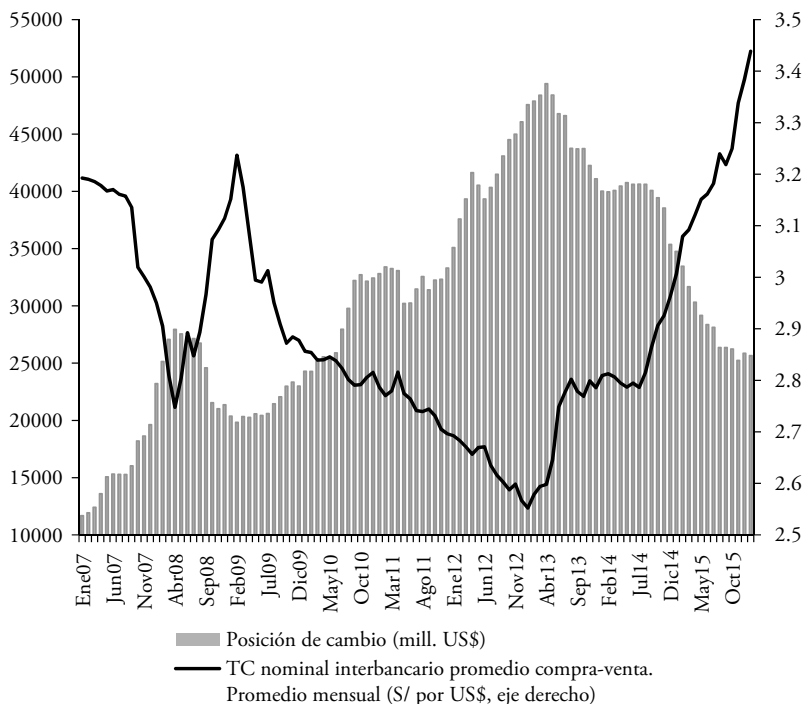
El Banco Central rema contra la corriente en el mercado cambiario. Como se muestra en el gráfico 8, cuando el tipo de cambio sube, el Banco Central vende dólares y las reservas de divisas bajan; y viceversa, cuando el tipo de cambio cae, el Banco compra dólares y las reservas de divisas suben. Desde abril de 2013 hasta principios de 2016, el tipo de cambio subió un 36% mientras el Banco Central vendía la mitad de su posición de cambio¹⁶. A fines del primer semestre de 2016, el Banco reanudó sus compras de dólares luego que el tipo de cambio revirtiera su tendencia al alza, tanto en el Perú como en otros países de América Latina.

¹⁴ Véase BCRP (2016) para un análisis del impacto que el alza actual del tipo de cambio ha tenido sobre la morosidad de los créditos en dólares.

¹⁵ La posición de cambio del BCRP descuenta las divisas pertenecientes al sector público y a los bancos comerciales de las reservas internacionales netas.

¹⁶ Los fondos privados de pensiones (AFP) elevaron durante 2013-15 la fracción invertida en el extranjero de su cartera total desde un 30% hasta un 40%, con la autorización del Banco Central; a principios de 2013, la cartera total de las AFP representaba un 80% de la posición de cambio del BCRP.

Gráfico 8. Posición de cambio del BCR y tipo de cambio nominal



Fuente: BCRP.

El segundo punto respecto a la política monetaria es que el Banco Central no respondió a esta drástica desaceleración de la economía urbana con un agresivo ciclo de reducciones de la tasa de interés de referencia, como lo hiciera durante la crisis del 2008-2009. El BCRP decidió usar este instrumento básicamente para moderar la subida del tipo de cambio¹⁷ y no para contrarrestar el impulso recesivo generado por el choque externo adverso y la reducción de la inversión pública.

¹⁷ El efecto de la tasa de interés sobre el tipo de cambio debiera operar vía el canal de los flujos de capitales. Sin embargo, ni las entradas brutas ni las salidas brutas de capital

Así, en una primera fase, rebajó su tasa de referencia desde 4,25% anual a fines de 2013 hasta 3,25% anual a inicios de 2015. En una segunda fase, entre fines del 2015 y principios de 2016, el BCRP retrocedió elevando cuatro veces la tasa de interés de referencia hasta un 4,25% anual, el mismo nivel que tenía a principios del 2013.

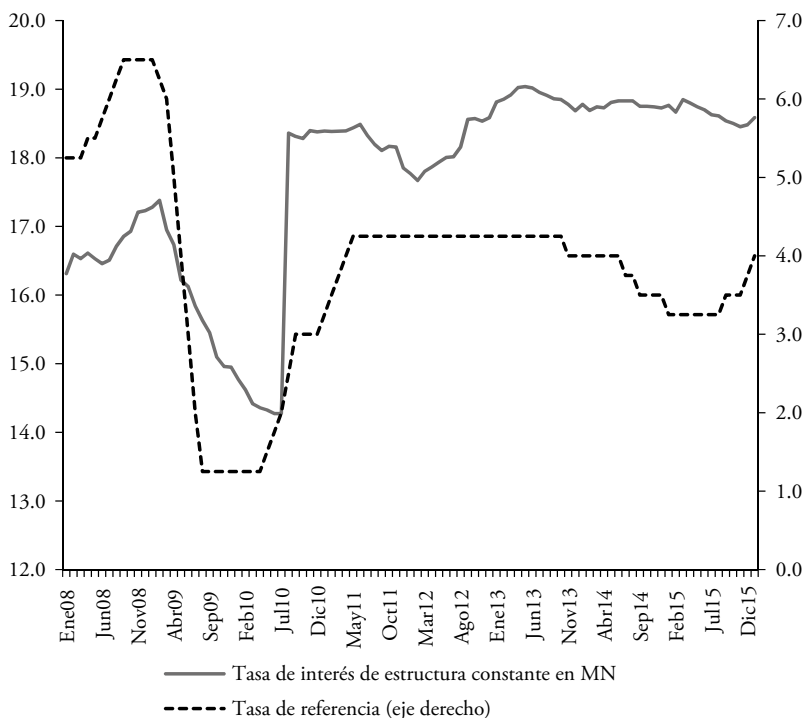
Esta rebaja de la tasa de referencia en la primera fase tuvo características que mermaron su impacto positivo. Primero, el BCRP advirtió en noviembre de 2013 que esa rebaja no era el inicio de un ciclo o secuencia de reducciones¹⁸. Segundo, el BCRP permitió que la tasa de interés del mercado interbancario se alejara cada vez más de la tasa de interés de referencia, cosa que sorprendió a los bancos comerciales¹⁹. La experiencia internacional muestra que ambas cosas reducen el efecto de la tasa de interés de referencia sobre las tasas activas bancarias de plazos más largos, que son las que influyen sobre el gasto privado de consumo e inversión. Como se muestra en el gráfico 9, entre el tercer trimestre de 2013 y el segundo trimestre de 2015, la reducción en la tasa de interés de referencia fue de 100 puntos básicos, mientras que la reducción de una tasa activa de interés bancaria representativa fue solo de 20 puntos básicos; una experiencia completamente distinta a la ocurrida durante la crisis de 2008-2009.

responden significativamente al diferencial local-externo de tasas de interés en un panel de 22 economías emergentes, según FMI (2016, capítulo 2). Por el contrario, sí hay evidencia sobre el impacto que la intervención cambiaria del banco central tiene sobre el precio del dólar; véase Adler y otros (2015), y Tashu (2015). En el Perú actual, los factores externos parecen ser la fuerza principal que gobierna la evolución del tipo de cambio, contrarrestada por la intervención cambiaria del banco central.

¹⁸ Desde 2008, los bancos centrales norteamericano y europeo hacen lo contrario: anuncian que su tasa de interés de referencia, cercana a cero, se mantendrá allí por un periodo prolongado, para que bajen las tasas de interés de plazos más largos.

¹⁹ Véase BCP (2015), que contiene un gráfico diario, para un año, de la brecha entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de referencia.

Gráfico 9. Tasa de interés de referencia y tasa de interés activa bancaria en MN



Fuente: BCRP.

En suma, el Banco Central vendió la mitad de sus reservas de divisas para moderar el alza del tipo de cambio sin rebajar la tasa de interés de referencia. Con esta política monetaria, los intereses de los grandes deudores en moneda extranjera²⁰ y de sus acreedores prevalecieron sobre los intereses de la economía nacional, y el Banco Central se embarcó

²⁰ Según Kliatskova y Mikkelsen (2015), la intervención cambiaria (venta de dólares) y el incremento de la tasa de interés de referencia son más fuertes, ante una depreciación de la moneda local, en aquellos países emergentes donde mayor es la deuda en moneda extranjera del sector privado no financiero.

en un curso de política insostenible, si el choque externo adverso es persistente.

De acuerdo al Banco Central, el instrumento utilizado para combatir la paralización de la economía urbana fue la rebaja progresiva de la tasa de encaje a los depósitos en moneda nacional (MN), desde un 24% a principios de 2013 hasta un 7% a fines de 2015; lo que debe abaratar y hacer más abundante el crédito bancario en MN.

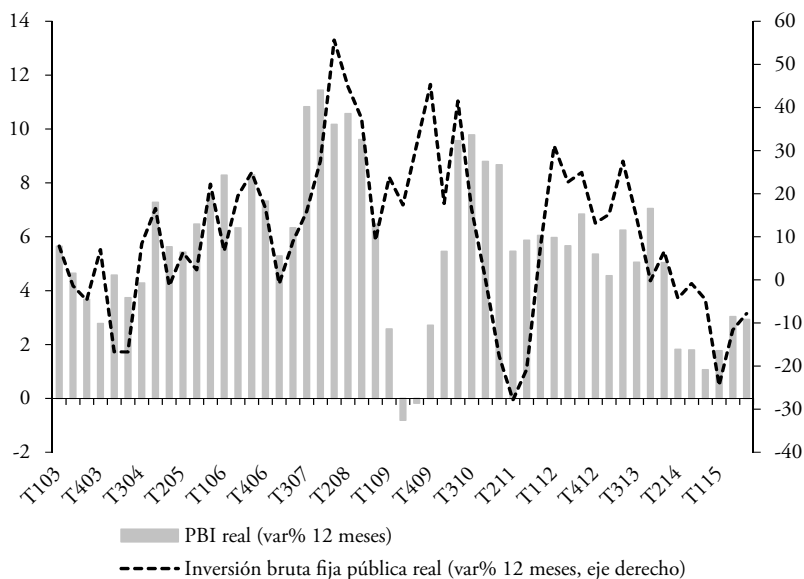
No hay, sin embargo, mayor evidencia sobre la efectividad que este instrumento pueda tener en el régimen monetario actual, donde el Banco Central regula la tasa de interés interbancaria²¹. Y resulta discutible atribuir la expansión del crédito en MN del sistema bancario al sector privado, que se ha incrementado en diez puntos del PBI durante 2011-2015, a esta rebaja de la tasa de encaje y no a la fijación de la tasa de interés interbancaria per se combinada con la necesidad de las grandes empresas no financieras de sustituir deuda externa en dólares por deuda local en MN en un contexto de alza del tipo de cambio.

Respecto a la política fiscal, lo primero que hay que señalar es que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) dedicó sus mejores esfuerzos a la «reforma estructural» antes que a la estabilización macroeconómica, es decir, a rebajar los estándares laborales (sin éxito, afortunadamente) y los estándares de protección del medio ambiente (con éxito lamentablemente²²), con el pretexto de que para elevar la inversión privada y reactivar la economía se requería reducir el costo de la mano de obra y el costo de la contaminación ambiental.

²¹ Según Cermeño y otros (2015), la tasa de encaje no influye, en contraste con la tasa de interés de referencia, sobre las tasas activas de interés bancarias en MN fijadas por los seis bancos más grandes del país. Según Dancourt (2012), la tasa de encaje, en contraste con la tasa de referencia, solo influye sobre el crédito bancario en MN de las entidades financieras pequeñas.

²² Para un análisis detallado de este proceso político, véase Durand (2016).

Gráfico 10. PBI e inversión pública (tasas de crecimiento anual)



Fuente: BCRP.

El segundo punto respecto a la política fiscal es que el MEF redujo la inversión pública durante 2014 y 2015, especialmente la realizada por los gobiernos locales y regionales²³, mientras la economía se enfriaba, como se puede apreciar en el gráfico 10. Los estudios indican que el multiplicador de la inversión pública es mayor que el de los gastos corrientes o que el de las rebajas impositivas²⁴. Y esto ocurrió, aunque podía haberse financiado fácilmente una inversión pública mayor y un déficit fiscal mayor: el FMI de Estabilización Fiscal y otros depósitos en dólares del gobierno peruano, incluidos en las reservas de divisas del BCRP, equivalen a un 7% del PBI; el gobierno peruano tiene acceso fluido al crédito

²³ La formación bruta de capital de los gobiernos regionales y locales cayó desde un 3,9% del PBI en 2013 hasta un 2,7% del PBI en 2015. Véase BCRP (2016a, p. 83).

²⁴ Véase MEF (2015), FMI (2016b) y BCRP (2016).

en los mercados interno y externo de bonos; y, por último, la deuda pública peruana es pequeña y no excede el 25% del PBI.

El tercer punto respecto a la política fiscal es que el MEF lanzó a fines del 2014 un paquete de rebajas impositivas, dirigida especialmente a las empresas, que provocó la caída de los ingresos fiscales desde un 22,2% del PBI en 2014 hasta un 20,0% del PBI en 2015²⁵, sumándose al efecto de la desaceleración de la actividad económica y la disminución de los precios de las materias primas. El déficit fiscal alcanzó un 2% del PBI en 2015, después de registrarse un presupuesto prácticamente equilibrado en 2014; y se proyectó un déficit fiscal de 3% del PBI para 2016 (BCRP, 2016b).

El efecto neto sobre la actividad económica de la rebaja impositiva y el recorte de la inversión pública fue recesivo en 2015. Cuando el impulso fiscal se descompone por ingresos y gastos y se pondera cada uno de estos factores por su efecto multiplicador en la actividad económica, resulta que la política fiscal tuvo un impacto contractivo de 0,5% del PBI (BCRP, 2016a).

CONCLUSIÓN: LOS DESAFÍOS DEL NUEVO GOBIERNO

Las perspectivas no son halagüeñas. El nuevo gobierno heredó²⁶ una economía urbana paralizada, una inflación baja pero que ha estado por encima del rango meta de la autoridad monetaria durante un periodo prolongado²⁷, y un déficit fiscal de 3% del PBI, el más alto de los últimos quince años. Los motores externos —altos precios de materias primas y entrada de capitales— que han impulsado el crecimiento económico durante la última época de vacas gordas están apagados para el futuro previsible.

²⁵ Un tercio de esta caída de los ingresos fiscales se atribuye a las rebajas impositivas, véase BCRP (2016). Destacan la reducción del impuesto a la renta a las empresas, programada para varios años, y las modificaciones en el sistema de cobro anticipado del impuesto general a las ventas.

²⁶ Para una visión optimista de esta herencia, véase FMI (2016c).

²⁷ Desde julio de 2011 hasta diciembre de 2016, la inflación subyacente estuvo todos los meses por encima del techo (3% anual) del rango meta de inflación.

La primera tarea del nuevo gobierno será reactivar el aparato productivo urbano y crear empleos durante una época de vacas flacas que puede durar todo su mandato. Esto requiere impulsos monetario y fiscal positivos que muevan la economía urbana. Sin embargo, Pedro Pablo Kuczynski ratificó en su cargo al actual presidente del Banco Central; esto indicaría que la tasa de interés de referencia no bajaría mientras la inflación sea superior a la meta o mientras existan presiones al alza del tipo de cambio.

Respecto al impulso fiscal, el gobierno de Kuczynski prometió una nueva rebaja de impuestos que estimularía el gasto privado; aparentemente, sin revertir la reducción del impuesto a la renta iniciada por el gobierno de Humala. Estos recortes impositivos, acompañados de una meta de déficit fiscal igual al 3% del PBI, generarían un impulso fiscal negativo, como en 2015. Si los ingresos fiscales caen, esto exigiría una disminución equivalente de la inversión pública, para garantizar que esta meta de déficit fiscal se cumpla. Y, como establece el multiplicador del presupuesto equilibrado, esta política fiscal tiene un efecto recesivo, si el sector privado no gasta el íntegro de la rebaja impositiva.

El estancamiento de la economía del Perú urbano continuará si el nuevo gobierno persiste en la combinación de políticas monetarias y fiscales aplicadas durante 2014-2015.

La segunda tarea del nuevo gobierno será diversificar la economía peruana. Otras industrias distintas a la minería y otros componentes del gasto, distintos a la inversión en los sectores extractivos, tendrán que liderar el crecimiento económico. Se requiere un plan, apoyado por la inversión pública, para desarrollar nuevas exportaciones no tradicionales, incluido el turismo, y sustituir importaciones. Un tipo de cambio real más alto, generado por un contexto externo adverso duradero, favorecerá este proceso de diversificación del aparato productivo.

Una tercera tarea del nuevo gobierno será mitigar el conflicto latente entre un tipo de cambio real alto y una inflación baja, que puede recrudescer. Enfrentar directamente vía regulación el excesivo precio local de los medicamentos, los combustibles y la electricidad, por ejemplo, puede ayudar en esta tarea.

ANEXO 1

La inflación subyacente en el periodo actual (p) está dada por

$$p = (1 - a)w + aE \quad (1)$$

donde w , E representan la variación porcentual en el periodo actual del salario y del tipo de cambio nominales, siendo $0 < a < 1$.

El incremento actual de los salarios, que resulta de las negociaciones entre empresarios y trabajadores, está dado por

$$w = bp(-1) + (1 - b)pm + cY \quad (2)$$

donde $p(-1)$ es la inflación del periodo anterior, pm es la meta de inflación del banco central, siendo $0 < b < 1$, y donde Y es la brecha o diferencia entre el producto efectivo y el potencial.

De (1) y (2) se obtiene que

$$p = bp(-1) + (1 - b)pm + [a/(1 - a)]e + cY \quad (OA)$$

donde $e = E - p$, es la variación porcentual por periodo del tipo de cambio real. La inflación actual, según la ecuación de oferta agregada (OA), depende de la inflación pasada, de la meta de inflación del banco central, de los choques del tipo de cambio real, considerados una variable exógena, y de la brecha del producto (Y). En un equilibrio inflacionario, la inflación es igual a la meta ($p = pm$), si el tipo de cambio real no varía ($e = 0$), y la brecha del producto es nula ($Y = 0$).

La brecha del producto depende inversamente, con un rezago, de la tasa de interés real, que está definida como la tasa de interés nominal menos la inflación subyacente, como en Rudebusch y Svensson (1999); y de un choque exógeno (G) a la demanda agregada. Se asume que el efecto competitividad y el efecto hoja de balance del tipo de cambio real se cancelan mutuamente. Es decir,

$$Y = -d[i(-1) - p(-1)] + G \quad (4)$$

Por último, tenemos un banco central que aplica una regla de Taylor incompleta. El banco central solo se preocupa por el desvío de la inflación respecto a la meta de inflación y no trata de estabilizar la brecha del producto. Es decir,

$$i = pm + h[p - pm] \quad (5)$$

donde la tasa de interés nominal (i) depende directamente del desvío de la inflación respecto a la meta ($p - pm$); asumimos que $h > 1$ para que la tasa de interés real ($i - p$) sea positiva (negativa) cuando la inflación es mayor (menor) que la meta. El intercepto de (5) se explica porque se ha supuesto que la tasa de interés real es cero en el equilibrio estacionario, es decir, que la tasa de interés nominal es igual a la meta de inflación.

De (4) y (5) obtenemos que

$$Y = -d(h - 1)[p(-1) - pm] + G \quad (DA)$$

La ecuación de la demanda agregada (DA) implica que la brecha del producto hoy es negativa (hay capacidad productiva ociosa) si la inflación de ayer fue superior a la meta, porque la tasa de interés real fue positiva, dado un choque de demanda nulo ($G = 0$). La ecuación (OA), la curva de oferta agregada, y la ecuación (DA), la curva de demanda agregada, donde ya se ha insertado la regla de Taylor, resumen el modelo.

De (OA) y (DA), haciendo nulos los choques de demanda ($G = 0$), obtenemos que

$$p = [B]p(-1) + [1 - B]pm + [a/(1 - a)]e \quad (6)$$

Es decir, la inflación actual es un promedio ponderado de la inflación pasada y de la meta de inflación del banco central, más los choques del tipo de cambio real. En la ecuación (6), $B = b + cd(h - 1)$.

Si x es el desvío de la inflación respecto a la meta ocurrida en el pasado,

$$x = \{[p(-1) + p(-2)]/2pm\} \quad (7)$$

podemos establecer que el coeficiente (a) depende directamente de x ; por ejemplo, que

$$a = x/x + 1 \quad (8)$$

La idea es que el sistema de precios y salarios oscila entre dos anclas alternativas: el tipo de cambio y la meta de inflación del banco central. Así, el peso de un choque del tipo de cambio real en la ecuación (6), dado por $a/(1 - a)$, aumentará conforme menor haya sido el cumplimiento de la meta de inflación en el pasado. Si el cumplimiento de la meta de inflación en el pasado ha sido perfecto [$p(-2) = p(-1) = pm$], eso implica que $x = 1$, que $a = 0.5$, y que el coeficiente de un choque del tipo de cambio real en la ecuación (6) es igual a 1; el efecto credibilidad es máximo. Si la inflación pasada promedio ha sido 3 por ciento por periodo y la meta es 2 por ciento por periodo, entonces $x = 1.5$, $a = 0.6$, el efecto credibilidad se reduce, y el coeficiente de la variación del tipo de cambio real en la ecuación (6) aumenta hasta 1.5; una idea similar referida al coeficiente (b) de la ecuación (2) se plantea en Argov y otros (2007).

Según (6), una meta (pm) mayor eleva la inflación, dados la inflación pasada y el choque del tipo de cambio real. Según (7) y (8), existe un efecto credibilidad opuesto, porque una meta de inflación más alta permite un grado mayor de cumplimiento de la meta y, por tanto, un coeficiente menor del choque de tipo de cambio real. De esta manera, puede ocurrir que un mismo choque temporal del tipo de cambio real eleve menos la inflación con una meta más alta que con una meta más baja, en el tránsito de un equilibrio a otro.

Utilizando (6), (7) y (8), si $b = 0.5$, $c = 0.2$, $d = 1$, $h = 1.2$, lo que implica que $B = 0.5$, y si las dos metas de inflación alternativas son 2% y 3% por periodo, las trayectorias de la inflación en ambas economías con un mismo choque de tipo de cambio real, se muestran en el gráfico 1a. El choque exógeno persistente del tipo de cambio real es 2% por periodo por 4 periodos consecutivos, a partir del periodo 2, 1% en el siguiente periodo, 0,5% en los 6 periodos siguientes, y 0 en los periodos restantes. La inflación con una meta más alta es menor que con una meta más baja, en el tránsito de un equilibrio estacionario a otro, porque el efecto credibilidad domina. Las trayectorias de ambas brechas del producto se muestran

en el gráfico 1b. La recesión también es menor con una meta de inflación más alta en el tránsito de un equilibrio estacionario a otro. El equilibrio estacionario, con choques de oferta ($e = 0$) y de demanda ($G = 0$) nulos, implica una inflación constante y una brecha de producto igual a cero.

Gráfico 1a. Trayectorias de la inflación

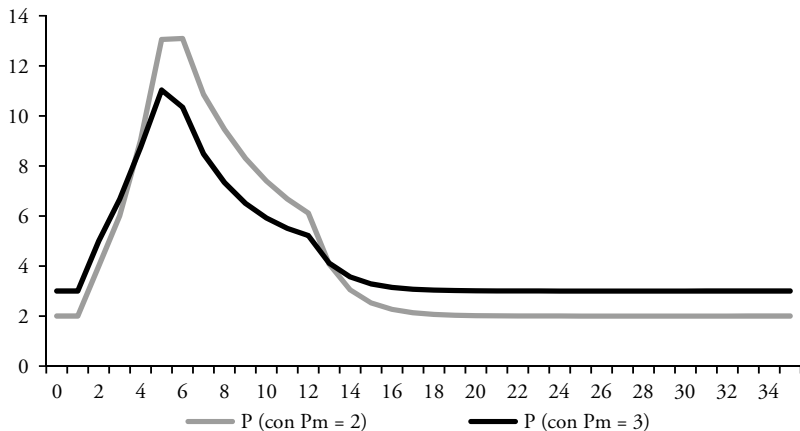
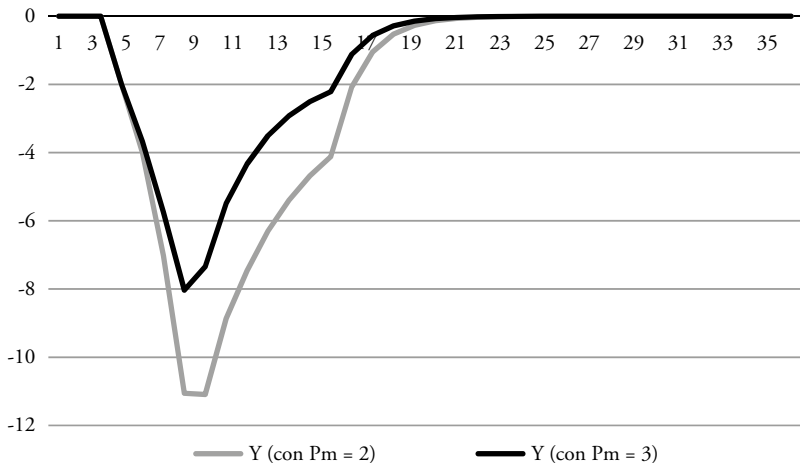


Gráfico 1b. Trayectorias de la brecha del producto



BIBLIOGRAFÍA

- Adler, Gustavo, Rui Mano & Noemie Lisack (2015). *Unveiling the effects of foreign exchange intervention: a panel approach. Working paper No. 15/130*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Albagli, Elías, Alberto Naudon & Rodrigo Vergara (2015). *Inflation dynamics in LATAM: a comparison with global trends and implications for monetary policy. Documentos de política económica 58*. Santiago: Banco Central de Chile.
- Argov, Eyal, Natan Epstein, Phillipe Karam, Douglas Laxton & David Rose (2007). *Endogenous monetary policy credibility in a small macro model of Israel. Working paper No. 07/207*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Banco Central de Reserva del Perú (2015). *Memoria 2014*. Lima: BCR.
- Banco Central de Reserva del Perú (2016). *Reporte de inflación, segundo trimestre*. Lima: BCR.
- Banco Central de Reserva del Perú (2016a). *Memoria 2015*. Lima: BCR.
- Caselli, Francesca & Agustin Roitman (2016). *Non-linear exchange rate pass-through in emerging markets. Working paper No. 16/1*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Cermeño, Rodolfo, Oscar Dancourt, Gustavo Ganiko & Waldo Mendoza (2016). Tasas de interés activas y política monetaria en el Perú: un análisis con datos de bancos individuales. *Revista Economía PUCP*, 39(78), 95-118.
- Dancourt, Oscar (2012). *Crédito bancario, tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú. Documento de trabajo 342*. Lima: Departamento de Economía PUCP.
- Durand, Francisco (2016). *Cuando el poder extractivo captura al Estado. Lobbies, puertas giratorias y paquetazo ambiental en Perú*. Lima: Oxfam.
- FMI (2015). *Adjusting to lower commodity prices*. World Economic Outlook. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- FMI (2016). *Too slow for too long*. World Economic Outlook. Washington D.C.: International Monetary Fund.

- FMI (2016a). *Western Hemisphere. Managing transitions and risks*. Regional economic outlook. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- FMI (2016b). *Peru. Selected issues. Country report No. 16/235*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- FMI (2016c). *Peru. Staff report for the 2016. Article IV consultation. Country report No. 16/234*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Kliatskova, Tatsiana & Uffe Mikkelsen (2015). *Floating with a Load of FX Debt. Working paper No. 15/284*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2015). *Marco macroeconómico multianual 2016-2018*. Lima: MEF.
- Pérez Forero, Fernando & Marco Vega (2015). *Asymmetric exchange rate pass-through: evidence from Peru. Documento de trabajo 2015-011*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Rudebusch, Glenn & Lars Svensson (1999). *Policy Rules for Inflation Targeting. Working paper No. 6512*. Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER.
- Tashu, Melesse (2015). *Drivers of Peru's equilibrium real exchange rate: is the Nuevo Sol a commodity currency? Working paper No. 15/26*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Yellen, Janet (2015). *Inflation dynamics and monetary policy*. Discurso en Philip Gamble Memorial Lecture, Universidad de Massachusetts, 24 setiembre. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm>

EN BÚSQUEDA DE LA ESTABILIZACIÓN Y LA RECUPERACIÓN: POLÍTICA MACROECONÓMICA Y REFORMAS EN VENEZUELA

Leonardo Vera¹

INTRODUCCIÓN

Venezuela se encuentra actualmente en una severa crisis macroeconómica con pocas perspectivas de recuperación económica a corto plazo a menos que un programa integral se encargue de corregir los desequilibrios de los balances macroeconómicos, distorsiones de precios relativos y disfunciones institucionales en el futuro cercano. A pesar de todas las ganancias inesperadas que la economía del país registró durante el pasado superciclo del precio del petróleo, la mala administración macroeconómica y una gobernanza frágil de los ingresos del petróleo han llevado a un problema de liquidez externa severa, que incrementó la escasez de insumos intermedios y bienes de consumo, una inflación gigantesca y una caída muy fuerte del gasto interno.

¹ Este artículo fue preparado para el taller «Bancos centrales en América Latina: en búsqueda de estabilidad y desarrollo» organizado por CEDES y PUCP en Lima en mayo de 2016. El autor agradece enormemente sus muy beneficiosas conversaciones con Francisco Saez y Maikel Bello sobre los temas relacionados con este estudio. También desea agradecer la ayuda de Jorge Sarmiento y Jorge Corro.

El auge de los productos básicos y el control estatal de la mayor renta del petróleo, característica del régimen de Hugo Chávez por más de una década, en vez de preparar la economía para resolver su volatilidad crónica y vulnerable dependencia de los ingresos externos provenientes del petróleo, han llevado a un modelo basado en una expansión fiscal masiva que ha acentuado el rol del estado en la economía y ha expandido un sistema complejo de regulación y controles del sector privado. Además, mientras se desarrollaba el auge petrolero, la restauración progresiva del enorme superávit de cuenta corriente también generó incentivos para fijar la moneda. Las autoridades gubernamentales y el Banco Central, obsesionados con la inflación, mantuvieron la tasa de cambio estable como un ancla nominal contra la inflación. Sin embargo, con la inflación fuera de control, la sobrevaloración del tipo de cambio exacerbó las inconsistencias de política en vez de que las políticas fueran de ayuda.

Durante más de una década Venezuela no pudo detener su condición crónica de exportadora de capital a pesar de los estrictos controles cambiarios que el gobierno ha mantenido desde febrero de 2003. El escalamiento de los flujos de salida del capital neto coincidió con el alza de flujos de superávit en cuenta corriente, lo que ilustra el denominado efecto de «puerta rotatoria». Los mayores ingresos petroleros también fueron catalizadores en la toma de decisiones centralizada y una nueva estructura de gobernanza que llevó a un deterioro generalizado de la institucionalidad. Al final, las inconsistencias en política y el deterioro institucional explican por qué Venezuela, a diferencia de otros países latinoamericanos y a pesar de su recurrente superávit en cuenta corriente, no logró acumular mayores reservas internacionales que le sirvieran de protección.

Por lo tanto, cuando los precios del petróleo comenzaron a caer en la segunda mitad del 2014, la economía venezolana se encontraba mal posicionada y cuando el presidente Maduro llegó al poder, un año antes, efectivamente heredó un país en la desgracia económica.

La caída de los precios del petróleo trajo a su fin un periodo de estabilidad de cuatro años con un precio del petróleo de US\$ 105 por barril (bbl). El declive, que es mucho más amplio que el de los índices de precios de productos básicos no petroleros en comparación a los picos de inicios de 2011, puede ser signo del final del superciclo de precios. El declive del precio petrolero se ha producido en un momento crucial para Venezuela. Actualmente el petróleo representa casi el 96% de los ingresos de exportación y por lo tanto un declive de su precio ya está afectando la capacidad del país de importar y de cumplir con sus obligaciones de deuda externa. En comparación con el precio petrolero promedio que la canasta venezolana tenía en 2014 (US\$ 88,4/bbl), el precio actual cayó en 68% en 2016.

Imaginar los futuros precios del petróleo es una tarea interesante y necesaria, pero difícil. Así, como para cualquier producto básico almacenable, las condiciones subyacentes de oferta y demanda de petróleo determinan las tendencias de largo plazo en los precios, aunque los movimientos de corto plazo en el mercado, las reacciones del mercado y las expectativas también ejercen una influencia. Esto último implica que los precios del petróleo pueden responder de manera rápida a noticias sorprendentes, incluso antes de que sucedan cambios reales. Un breve análisis de los factores de demanda indica que el bajo precio de hoy es beneficioso para el crecimiento económico global y contribuirá positivamente al mismo durante los dos próximos años, aproximadamente.

En términos de actividad económica, la economía de los Estados Unidos está creciendo más que la de sus pares y, como resultado, las expectativas de que aumente la tasa de interés estadounidense han aumentado, mientras que la política monetaria seguirá siendo muy expansiva en la mayor parte de economías desarrolladas. El dólar, consecuentemente, se va a reforzar en relación con otras monedas importantes, lo que deprimirá la demanda mundial de petróleo. Pero una tasa de cambio más débil permite una tasa competitiva a otros bloques globales, y junto con el menor precio del petróleo y bajas

tasas de interés, la Eurozona y Japón tienen una oportunidad para volver a tasas de crecimiento algo más importantes. India debe crecer más rápido que China, en donde el crecimiento está desacelerándose y estabilizándose por debajo del objetivo oficial de aproximadamente 7%. Sin embargo, estos eventos están siendo compensados en cierta medida por una menor actividad en muchas otras economías emergentes como Brasil y Rusia, debido a problemas internos en Brasil y sanciones económicas en el caso de Rusia.

Del lado de la oferta, los productores petroleros parecen estar dispuestos a conversar de un posible congelamiento de producto. Además, existen señales de que la fuerza del mercado —delante de cualquier iniciativa de restricción de la producción— está siendo efectiva y que productores de costo más elevado están cortando producto. Esto puede explicar la reciente recuperación de los precios del petróleo internacionales, sin embargo, esto no debería tomarse como un signo definitivo de que lo peor ha terminado necesariamente.

A pesar de que existen signos de que los precios del petróleo pueden haber tocado fondo, el camino futuro sigue siendo incierto. La Agencia de Información de Energía de los Estados Unidos estimó que el precio del Brent empezaría a recuperarse a final del año 2016, a un ritmo lento, para alcanzar eventualmente US\$ 80 por barril al final del 2020. La «Perspectiva Económica Mundial» (World Economic Outlook) del FMI predice que el Brent se encontrará en US\$ 66 en el 2020. Sin embargo, es importante señalar que un retorno a los US\$ 100 por barril no se espera antes del 2030 (AIE, 2015).

Este escenario comparativo para la evolución de los precios del petróleo puede generar preocupación e indica dificultades crecientes para Venezuela. El creciente servicio de la deuda externa ha agravado la restricción de tasa de cambio y ha dejado en el caos las finanzas externas y públicas de la Venezuela de hoy. La regla de cierre para resolver la restricción externa se ha basado en la compresión de las importaciones vía restricciones cuantitativas. El racionamiento de moneda externa

a través de un complejo sistema de control de cambio multiniveles ha dado lugar a presiones en el mercado negro y debilitado el tipo de cambio paralelo. Así como sucede a menudo con los controles de tipo de cambio, este mercado paralelo se vuelve muy significativo y dominante. Por lo tanto, la compresión de las importaciones y las mismas dinámicas del tipo de cambio paralelo llevaron de manera rápida y casi simultánea a una escasez drástica de bienes de consumo básicos y de importaciones intermedias esenciales para el sector productivo, y han dado lugar a una gran contracción de la actividad económica e inflación acelerada.

Nuestro trabajo sostiene que la situación actual de la economía venezolana puede entenderse mejor como un resultado del juego entre las escaseces de divisas y el desequilibrio de la economía interna, con una inflación acelerada que juega un rol facilitante. A pesar de que la economía venezolana se caracteriza por un exceso de capacidad, la mayor restricción para la producción local a corto y mediano plazo no es la demanda agregada, sino la disponibilidad de insumos intermedios, materias primas y partes y repuestos, que son mayormente importados. Como la economía ha perdido la capacidad de importar todos los insumos intermedios que se necesita, el producto interno ha terminado restringido por la disponibilidad de divisas. Además, ya que el modelo ha llevado a la economía fuera de los mecanismos de mercado para la fijación de precios y la regulación de la producción y la distribución de muchos bienes, los incentivos clave para la producción interna también han desaparecido.

En este contexto los intentos de las autoridades de llenar la brecha fiscal, por ejemplo, a través de una expansión de la base monetaria (y de la demanda agregada), va a dar como consecuencia un espiral de incremento de precios, así como un mayor exceso de demanda en el mercado de moneda como mecanismos clásicos de respuesta a la demanda. Mientras la inflación se incrementa, la sobrevaloración de la moneda empeora. Además, una mayor demanda de divisas significa mayores presiones para devaluar. Con una mayor sobrevaloración

de la moneda y mayores presiones en el mercado cambiario externo, empiezan a desarrollarse expectativas de una devaluación significativa y las mayores presiones en el mercado cambiario paralelo pueden ser señal de una mayor inflación y mayor escasez de monedas duras y de bienes intermedios y finales.

Por lo tanto, en el actual caso venezolano, tanto la balanza de pagos como la oferta de la economía son limitaciones vinculantes, y esta última da lugar en gran medida a la escasez de importaciones intermedias y materias primas. En este contexto, y dado el escenario actual de precios del petróleo, la evolución económica en los próximos años dependerá, entre otras cosas, de cómo se gestionan o de cómo se manejan estas restricciones, y de cómo se supera la baja inducida que la economía registra desde 2014.

Si bien no se sabe si los precios del petróleo van a aumentar sustancialmente en el corto a mediano plazo, Venezuela está haciendo lo poco que puede para restablecer equilibrios macroeconómicos básicos y para evitar un choque de ingresos vinculados a las exportaciones que están descolocando su economía dependiente del petróleo². Basándonos en factores que vamos a explicar posteriormente, no podemos eliminar la posibilidad de que Venezuela agote sus recursos y deje de pagar su deuda en los próximos años, cuando el servicio de deuda llegue a su máximo en el corto plazo. Por supuesto, las cosas podrían ponerse peor si los precios del petróleo continúan bajos. Con los US\$ 28 de precio promedio al cual se vende el petróleo venezolano el día de hoy, las necesidades de financiamiento habrían llegado a US\$ 32,9 mil millones en el 2016.

En este contexto y mirando al futuro, este estudio formula y evalúa un conjunto coherente de macropolíticas y amplias reformas para la economía de Venezuela, que en combinación con una serie de reglas

² Un obstáculo mayor para la implementación de un programa coherente de estabilización y reforma es la ausencia de voluntad política de ceder el monopolio del poder a los mercados. Pero este es un aspecto de política económica del proceso de reforma que no vamos a tratar en este estudio.

para la gestión de los ingresos del petróleo pueden llegar solucionar varios desequilibrios clave y lograr la estabilización (en el sentido amplio del término) tan pronto como sea posible. Por estabilización este trabajo se refiere a la restauración del equilibrio externo —usando una regla de cierre menos perniciosa—, y el regreso a un entorno de baja inflación, recuperación de la actividad económica a niveles normales y eliminar la escasez de bienes.

El plan del documento es el siguiente. En la segunda sección se presentan propuestas para lidiar con las restricciones externas. Sostenemos que entender bien las causas y la naturaleza de las restricciones de divisas requiere descubrir una serie de factores de política interna que van más allá de la caída de los precios del petróleo. Este análisis nos llevará a la conclusión de que las acciones deberían estar orientadas en dos direcciones: primero, la economía venezolana necesita un sistema cambiario operativo que incluya una política cambiaria y, en segundo lugar, los beneficios de un sistema cambiario que funcione no pueden alcanzarse sin una masa crítica de recursos suficiente para compensar el bajo nivel actual de reservas internacionales. En la tercera sección nos concentramos sobre el control de la inflación. Este es un factor clave para el éxito y la sostenibilidad de un sistema cambiario que funcione y tenga las políticas orientadas hacia la relajación de la restricción de divisas. Además, un entorno de inflación baja y predecible haría que la información que envía el sistema de precios y el conjunto de incentivos se vuelvan nuevamente útiles. Nuestro punto de vista aquí es que los elementos esenciales que deberían ser incluidos desde el inicio en un paquete de política antiinflacionaria no pueden ser determinados por anticipado usando una lógica limitada. La investigación empírica parece sugerir que múltiples y complejos factores afectan el comportamiento de los precios internos en Venezuela. Por lo tanto, suprimir la inflación implica adoptar una secuencia de medidas integrales que, entre otras cosas, implica una reforma monetaria. La cuarta sección nos lleva a navegar en aguas desconocidas. Delinea y discute una serie de medidas

del lado de la oferta que pueden promover la recuperación. Finalmente, el último segmento presenta y debate una visión general estilizada del enfoque de política monetaria y fiscal que puede ser consistente con los principales objetivos de política.

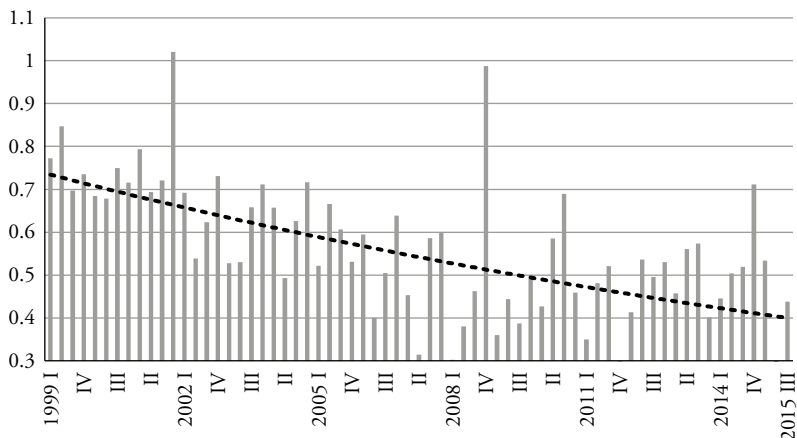
MANEJANDO LA RESTRICCIÓN EXTERNA

La capacidad de la economía venezolana de responder al equilibrio externo y superar la compresión de importaciones está restringida actualmente por una amplia gama de factores: una gobernanza discrecional y políticamente orientada de los ingresos petroleros, el nivel relativamente bajo de reservas internacionales, el servicio de deuda externa extremadamente alto y concentrado, y fuentes limitadas de financiamiento externo. Antes de lidiar con las opciones que tenemos a la vista, Venezuela tiene que aliviar la restricción externa y para empezar concentraremos nuestra atención en cada uno de estos factores.

Mal manejo interno: fuente clave de la restricción externa

Para explicar la pérdida de control durante el auge petrolero y la restricción externa actual, se han planteado preguntas básicas particularmente importantes acerca del contrato explícito entre el Banco Central y la compañía petrolera nacional, Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA), sobre la entrega de divisas extranjeras y en cuanto a las cantidades adecuadas de reservas internacionales. Una reforma de los estatutos del Banco Central del país que se llevó a cabo en 2005 modificó el equilibrio de poder entre estas dos instituciones públicas y desde entonces la compañía petrolera adquirió más flexibilidad para responder a los pedidos del gobierno de recibir pagos en monedas extranjeras y en transferir recursos de divisas a fondos del gobierno y otras solicitudes del gobierno. El gráfico 1 muestra cómo PDVSA, a lo largo de los años, ajustó gradualmente la porción (como porcentaje de las cuentas petroleras) de las cuentas de divisas al Banco Central.

Gráfico 1. Ventas de PDVSA de divisas al Banco Central, 1999:1 a 2015:3



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Además, como parte de la denominada «diplomacia petrolera» se firmaron varios acuerdos asimétricos con la República Popular de China y otros países de América Latina —a cambio de bienes, servicios y préstamos— con efectos de corto plazo en los flujos de caja de PDVSA³.

³ El contrato petrolero más importante, el contrato de préstamo por petróleo con China, establece cuatro líneas de crédito para infraestructura, proyectos petroleros, vivienda e importaciones de bienes duraderos de consumo que se pagan con barriles de petróleo. Venezuela y la compañía petrolera nacional PDVSA han firmado grandes contratos de préstamos que sumaron cerca de US\$ 50 mil millones de 2007 a 2015. A pesar de que aproximadamente US\$ 20 mil millones han sido pagados con petróleo, siguen pendientes una serie de obligaciones con algunas instituciones chinas —el Banco de Desarrollo China (CDB), Eximbank, y el Banco Industrial y Comercial de China—. PetroCaribe, el programa energético más importante de la región, consiste en un sistema financiero progresivo que proporciona seguridad y alivio energético ante los altos precios de la energía a naciones que importan energía de América Central y el Caribe. Los países que compran petróleo y productos petroleros de Venezuela y el diferencial entre el precio del mercado y precio descontado referencial se torna en un préstamo en términos concesionales. Históricamente y mientras los precios del petróleo estaban cerca de US\$ 100 por barril, los países beneficiarios pagaban un monto inicial de 40% en efectivo del petróleo, mientras que la parte restante de la cuenta se convertía en un préstamo a 25 años al 2% con una moratoria de dos años sobre los pagos.

De hecho, así como podemos verificar en la tabla 1, durante los últimos seis años (desde el 2011) Venezuela ha estado pagando en promedio US\$ 6,4 mil millones en servicio de deuda a los bancos chinos. Todos estos cambios institucionales han afectado severamente la venta de divisas al Banco Central y han socavado su capacidad de responder a las presiones de los mercados de divisas y de administrar de manera efectiva sus tenencias de reservas internacionales.

Tabla 1. *Stock* de deuda con bancos chinos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ^e
Stock de deuda de fondos chinos	3.3	5.3	11.9	22.3	21.6	21.5	19.2	17.9	16.9
Tramo A	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7
Tramo B	-	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7	4.3	3.3
Tramo C	-	-	-	-	-	4.6	2.9	1.3	4.6
Volumen mayor	-	-	9.3	18.3	16.3	14.3	12.3	10.3	8.3
Desembolsos	4	4	9.5	14.5	4	5	4	5	5
Tramo A	4	-	-	4	-	-	4	-	-
Tramo B	-	4	-	-	-	-	-	-	-
Tramo C	-	-	-	-	-	5	-	-	5
Volumen mayor	-	-	9.5	10.5	-	-	-	-	-
Servicio total (intereses y amortizaciones)	0.8	2.2	3.3	5	5.8	6.2	7.4	7.3	6.8
Embarques implícitos de petróleo	26	107	129	135	155	170	228	453	613
Precio del petróleo (canasta venezolana)	86.6	57	71	101.1	101.7	99.5	88.4	44.7	30.7

e/ Estimado

Fuente: Bardays (2016).

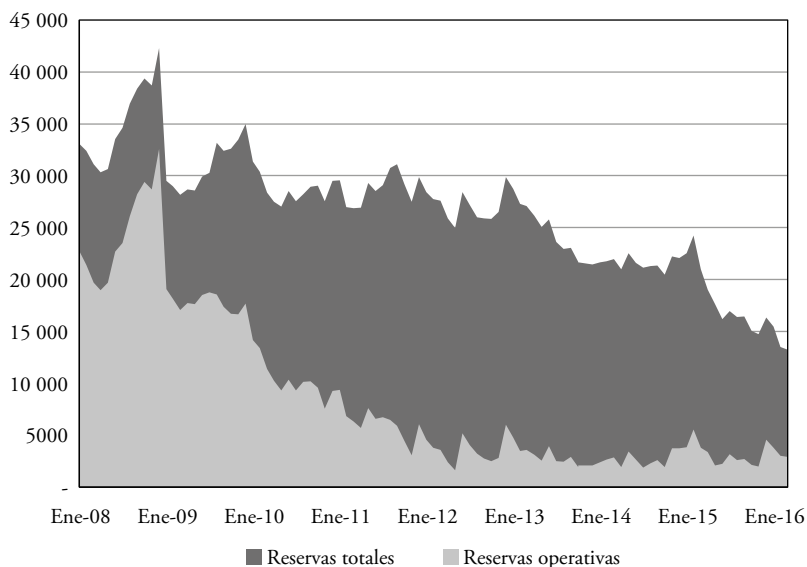
En efecto, las reservas internacionales que alcanzaron US\$ 42,0 mil millones al final de 2008 —cuando Venezuela estaba cerca a confrontarse con el fuerte declive del precio del petróleo debido a la crisis financiera global— empezaron a caer a un ritmo sorprendentemente rápido y llegó hasta US\$ 28,1 mil millones en solo tres meses

(en el primer trimestre de 2009). En el segundo semestre de 2011 el nivel líquido de reservas en efectivo había bajado a US\$ 5,0 mil millones (ver gráfico 2). Desde entonces, la liquidez operativa de reservas se ha restringido en un promedio de 75% de reservas internacionales que permanecen en oro en el Banco Central.

Víctimas de sus propias prácticas de socialismo estatista y de su punto de vista miope respecto del futuro de los precios del petróleo, las autoridades gubernamentales cayeron en la trampa del abandono total de prudencia fiscal y terminaron en el camino del populismo sin esperanza. Como resultado, entre 2007 y 2012, la deuda externa de Venezuela se incrementó significativamente. El país se tornó hacia los mercados externos para lidiar con el *shock* petrolero de 2009 y también aumentó su deuda con China. La deuda de mercado fue sobre todo emitida por PDVSA, cuya deuda creció 260%, hasta más de US\$ 43 mil millones entre 2008 y 2012. La deuda externa del Gobierno creció en 50% en el mismo periodo, hasta casi US\$ 45 mil millones. China comenzó a prestar masivamente a Venezuela en 2007 y desde entonces le ha prestado más de US\$ 50 mil millones, de los cuales cerca de US\$ 17 mil millones siguen pendientes. Todos los bonos del sector público emitidos en este periodo fueron vendidos a través del mercado local, con emisores que vendían moneda local a cambio de nuevas obligaciones denominadas en US\$, en transacciones financieras con cuasidivisas designadas para circunvenir y aliviar la presión sobre los estrictos controles de divisas en Venezuela⁴. Por lo tanto, por designio y a través del uso de emisión de deuda como un instrumento de política, las autoridades económicas venezolanas estaban tratando de resolver dos problemas: la necesidad creciente de financiamiento fiscal y la creciente presión del sector privado para obtener divisas.

⁴ La deuda bilateral pendiente con China, que se paga con barriles de petróleo, alcanzó un máximo de casi US\$ 27 mil millones en 2012. Los préstamos servían no solo para desarrollar proyectos de infraestructura y del sector petrolero, sino también viviendas e importación de bienes duraderos de consumo hasta la reelección del presidente Chávez en 2012.

Gráfico 2. Nivel mensual de reservas internacionales, 2008:1 al 2016:3
(US\$ millones)

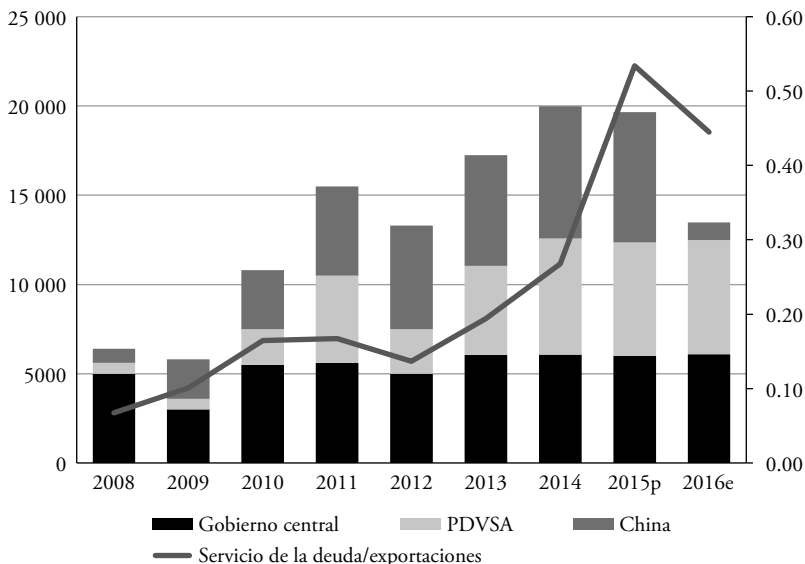


Fuente: Banco Central de Venezuela.

El endeudamiento sustancial por parte del gobierno empezó a afectar sus finanzas. Desde 2011 la carga de pagos de principal y de intereses como proporción del nivel general de exportaciones petroleras empezó a subir. El gráfico 3 muestra el valor del servicio de deuda del sector público y también el mismo valor como proporción de las exportaciones. El servicio de deuda representa menos del 20% de los ingresos petroleros en el 2012, pero se incrementa sistemáticamente después de 2013 hasta alcanzar 27% en 2015 y 53% en 2016. Si la canasta petrolera de Venezuela llegaba a un promedio de US\$ 35 por barril para el año 2016, debió tener ingresos externos totales de aproximadamente US\$ 28,1 mil millones y su deuda externa representaría 70% de dichos ingresos. Para un país que depende de las exportaciones petroleras para recibir casi todas sus divisas se trata de un escenario muy poco auspicioso,

lo que por supuesto ha suscitado preocupaciones entre los inversionistas internacionales que se preguntan ahora si Venezuela va a escoger entre un cese de pagos parcial o total de sus obligaciones externas.

Gráfico 3. Servicio de deuda externa (US\$ millones) y servicio de deuda relativo a exportaciones totales, 2008-2016



Fuente: PDVSA, Ministerio de Finanzas y Barclays (2016).

El acceso limitado a financiamiento externo complica el problema de la deuda para Venezuela. En efecto, en enero de 2015, el servicio de inversión de Moody's degradó la calificación de los bonos del gobierno de Venezuela de Caa1 a Caa3 y cambió la perspectiva de estable a negativa. Un mes antes, Fitch Ratings degradó las calificaciones del cese de pago del emisor (IDR) de B a CCC.

Cuando dirigimos nuestra atención al flujo de efectivo de divisas extranjeras del 2015, parece claro (como lo muestra la tabla 2) que, sin acceso directo a los mercados internacionales de deuda, Venezuela

cubrió parcialmente la brecha de financiamiento externo mediante una combinación de compresión de las importaciones, de disminución de las reservas, de préstamos chinos netos —desembolsos menos amortizaciones a través de flujos de petróleo—, de préstamos efectivos en PetroCaribe con un fuerte descuento, usando *swaps* de oro y tenencias líquidas en fondos fuera del presupuesto; y al emitir bonos de alto rendimiento a través de una compañía petrolera venezolana en Estados Unidos (Citgo). Por lo tanto, el gobierno de Venezuela pudo esquivar sus problemas de manera temporal, sin hacer el más mínimo esfuerzo para estimular el financiamiento de corto plazo. Sin embargo, en 2016 Venezuela ya había recurrido a casi todas estas fuentes alternativas de financiamiento. Si asumimos, como en el escenario A de la tabla 2, que el precio petrolero promedio para la canasta venezolana alcanzaba US\$ 35,0 por barril, con un poco de préstamo bruto por parte de los bancos chinos por US\$ 4 mil millones, cuentas por cobrar de descuento de aproximadamente US\$ 1,5 mil millones, y una compresión de las importaciones superior a 21% (similar a la que se vio en 2015), Venezuela aún podría afrontar una caída en la financiación de moneda extranjera de US\$ 14,4 mil millones. La liquidez podía quedar particularmente afectada en el último semestre, cuando se adeudará casi la mitad del servicio de deuda del año en bonos del sector público denominados en dólares. Por supuesto, se podría poner presión sobre el gobierno para cerrar esta brecha usando *swaps* de oro y ventas, pero en este caso Venezuela hubiera enfrentado el 2017 sin reservas internacionales. La presión sobre el saldo de divisas probablemente aumentará, incluso con una ligera recuperación del precio de la canasta petrolera venezolana en el 2017 (US\$ 40 para la canasta venezolana). En un escenario activo, como se muestra también en la última columna de la tabla 2, cuando estimamos un nivel de importaciones consistente con la tasa de crecimiento que el país alcanzó en el 2011 (4,5%), las necesidades de divisas en el 2017 alcanzarían US\$ 37,3 mil millones.

Tabla 2. Usos y fuentes de divisas

	2014	2015 E	2016F A	2016F B	2017 F
Fuentes	79 684	57 512	29 220	29 220	27 835
Exportaciones					
Valor de las exportaciones de petróleo	71 731	39 369	28 105	28 105	32 120
PetroCaribe y otros acuerdos ^{1,2}	5600	1400	985	985	985
Pago de la deuda con China (embarques implícitos de petróleo)	7400	7300	6900	6900	6800
Exportaciones de petróleo fuente de efectivo	58 731	30 669	20 220	20 220	24 335
Exportaciones no petroleras ³	2983	2259	3500	3500	3500
Financiamiento					
Bilateral (China)	8000	4000	4000	4000	
Emisiones de bonos (estado y PDVSA) ⁴	4000	295			
Citgo (emisiones de bonos y deuda) ⁵		2800			
Flujos netos de ingresos de capitales al sector público	5970	10 689			
Otros ingresos no petroleros			1500	1500	
Ventas de activos y cuentas por cobrar					
Cuentas por cobrar descontadas ⁶		4000	1500	1500	
Swaps y venta de oro ⁷		5600			
Variación de reservas líquidas	718	2000	1000	1000	1000
Usos	89 773	59 101	44 673	57 501	66 205
Importaciones (solo F.O.B.)	47 508	37 304	29 292	37 304	46 800
Sector público	23 445	18 624	14 794	18 624	23 400
Sector privado	24 063	18 680	14 501	18 680	23 400
Servicio neto y pagos de ingresos de IED	19 503	8672	3856	8672	8672
Pagos de deuda externa (principal e intereses)	13 100	12 600	11 000	11 000	10 208
Salidas netas de capital privado	9662	525	525	525	525
Brecha de divisas	0	0	(14 453)	(27 281)	(37 370)
Precio del petróleo (canasta venezolana)	88,4	45,0	35,0	28,0	40,0

Notas:

1/ Datos de Barclays.

2/ Durante 2016, Cuba será el único país que recibirá la facilidad financiera.

3/ Asumimos un incremento de las exportaciones no petroleras del 55% durante 2016, como resultado de cambios en los precios relativos.

4/ Datos del Servicios de Inversores de Moody's.

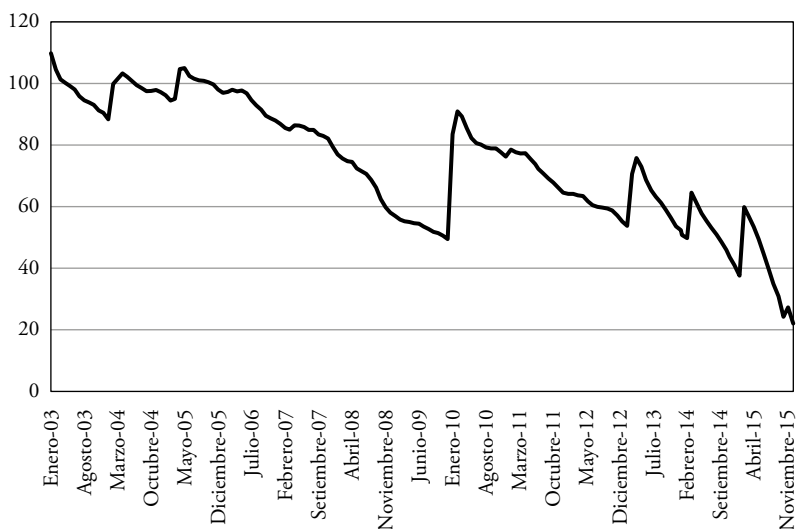
5/ Incluye emisiones de deuda y préstamos.

6/ Pagos recibidos de Nicaragua durante 2016.

7/ Estimaciones de J. P. Morgan.

Fuente: Banco Central de Venezuela, Barclays, Moody's y J. P. Morgan.

Gráfico 4. Índice del tipo de cambio efectivo real
(2005=100, 2003:1 a 2015:12)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eclac y Celpalstat.

Mientras el déficit de la balanza de pagos se ha acumulado durante los últimos años, en vez de dejar que la moneda se deprecie para compensar parte del desbalance externo, el gobierno ha mantenido la apreciación del tipo de cambio promedio al cual vende divisas (ver gráfico 4). Por lo tanto, cerrar cuentas externas sigue siendo una función del monto de divisas disponibles y de con cuántas divisas se cuenta para satisfacer lo que aún sería una demanda infinita de dólares preferenciales fuertemente estimulada por una combinación de un sistema cambiario fijo y una política fiscal y monetaria blanda.

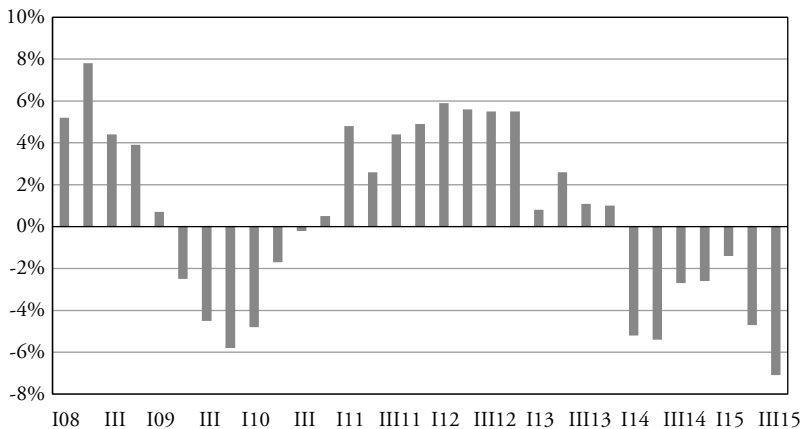
No dispuesto a corregir el precio relativo, desde principios del 2013 la situación ha dejado al Gobierno solo con la opción de imponer restricciones cuantitativas para detener el aumento de su flujo de efectivo de moneda dura, al imponer una importante contracción de importaciones intermedias y bienes de consumo. Esto no ha promovido solo

una contracción de la actividad interna, sino que también ha puesto presiones adicionales en el mercado cambiario paralelo y en las expectativas de inflación. Los gráficos 4 y 5 muestran cómo se desarrollan estas macrovariables clave. Mientras que la inflación se aceleraba, la sobrevaluación de la moneda empeoraba. Aparecieron burbujas del precio interno de las divisas y cambiaban las expectativas, lo que causó incrementos aún mayores de precios internos y un proceso de dinámicas de inflación-sobrevaluación. Además, el sistema de cambio de moneda extranjera, con dos o más niveles, como el que ha tenido Venezuela desde 2010, ha fomentado el contrabando y el comportamiento rentista a través del arbitraje entre distintas tasas, así como la corrupción rampante de los funcionarios del gobierno que administran el sistema.

En resumen, las autoridades venezolanas han elegido y mantenido un sistema de divisas con un nivel precario de activos internacionales de protección, pero también con todas las distorsiones e ineficiencias que esto podría implicar. La regla de cierre elegida, racionamiento de divisas, ha generado una ola de escasez y contribuido a crear una severa contracción del producto, así como explosivas dinámicas inflacionarias.

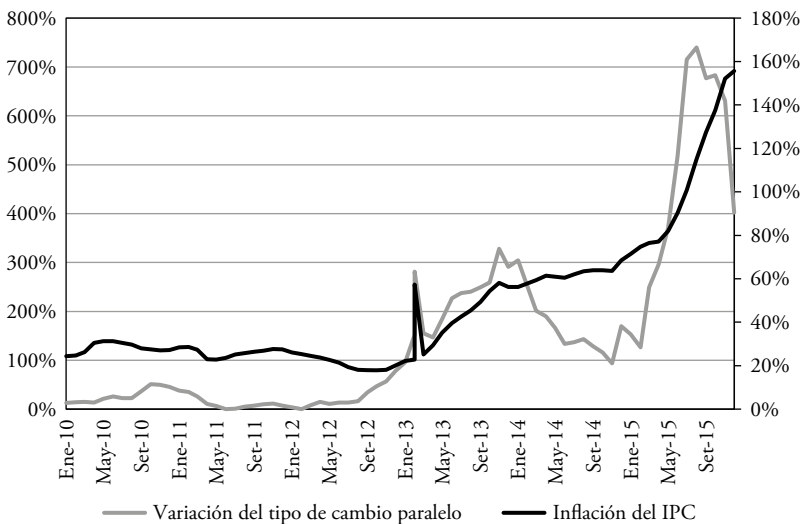
Está claro que, en el caso de Venezuela, el rango de un programa de políticas de estabilización debería tratar de concentrarse todo lo posible en eliminar la drástica restricción de divisas y la escasez de divisas para restaurar la confianza tan pronto como sea posible. Los elementos clave que deberían estar incluidos desde el inicio para lidiar con la restricción externa incluyen (i) un rediseño del sistema cambiario que pueda evitar distorsiones conocidas, sobrevaluaciones monetarias y los efectos secundarios del racionamiento; (ii) una nueva estructura de gobernanza petrolera que permita la total entrega de los ingresos de divisas al Banco Central, así como otras acciones que den apoyo rápido al nuevo sistema cambiario; (iii) alivio de deuda y mayor financiamiento monetario extranjero para expandir el espacio de políticas y buscar una política cambiaria de apoyo; y (iv) una revisión de los contratos de petróleo por préstamos con China y otras instituciones financieras.

Gráfico 5. Crecimiento trimestral del PBI



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico 6. Inflación del IPC y variación del tipo de cambio paralelo



Fuente: Banco Central de Venezuela y *Dolar Today*.

El empuje de las prioridades de política que se explican más arriba se necesita para mostrar que para lograr la estabilización y recuperación del producto, el país deberá restaurar el equilibrio externo. Una prioridad lógica y obvia es el rediseño del régimen de divisas, ya que después de todo la mera aparición y existencia de un mercado paralelo en el cual la tasa de mercado es cien veces más alta que la tasa oficial —como sucede ahora en Venezuela— indica la necesidad de remediar las restricciones y dejar que los precios reflejen mejor la escasez de divisas.

Hacia el nuevo régimen cambiario de una tasa de cambio real estable y competitiva (SCRER)

El sistema cambiario se percibe cada vez más como un determinante crítico del desempeño del país. La economía venezolana requiere una racionalización de los mercados de divisas, por la cual se disminuye la tasa de referencia, y que las tasas oficiales y paralelas se acerquen de forma gradual para eventualmente producir una tasa de cambio única. Sin embargo, el Banco Central, como mayor actor del mercado de divisas, necesita además formular un objetivo estratégico. Una de las causas del insatisfactorio desempeño económico de Venezuela se debe buscar en la combinación de un anclaje duro de tasa de cambio con controles de cambio y las premisas falaces sobre las cuales se basa el sistema. La razón más importante para evitar una tasa de cambio fija, y persistentemente fuerte y sobrevaluada, es que esto es una invitación al desastre. La sobrevaluación cambiaria la usan con fines políticos los gobiernos populistas porque parece antiinflacionaria y reduce los costos de las importaciones. Sin embargo, por las razones que se discutieron anteriormente, puede tener efectos devastadores, especialmente cuando se combina con controles cambiarios. Por el contrario, sostenemos que una tasa de cambio real estable y competitiva (SCRER) que justificaron recientemente Frenkel y Taylor (2006), Frenkel y

Rapetti (2007 y 2008) y Frenkel (2006), es una alternativa muy superior para la economía venezolana⁵.

Una tasa de cambio real y estable competitiva es una de las contribuciones más importantes que la política macroeconómica puede hacer para preservar el equilibrio externo, y recuperar el crecimiento y el empleo productivo. En primer lugar, un objetivo de tasa de cambio real competitiva y estable evita el riesgo de una sobrevaluación monetaria y el peligro de tener un déficit en la cuenta de comercio exterior y un déficit creciente en el sector no petrolero debido a una caída de la competitividad. Como dijo Dornbusch (1986) hace mucho tiempo, la sobrevaluación puede hacerse muy cara cuando el gasto en importaciones y la fuga de capital aumentan, anticipando grandes ajustes cambiarios nominales o un colapso del sector externo. En segundo lugar, una tasa de cambio real competitiva implica una alta rentabilidad transable —de preferencia en comparación con la no transable— y por lo tanto incita a la inversión del sector transable en la economía no petrolera. Su estabilidad reduce la incertidumbre, lo cual también favorece la inversión. Finalmente, a largo plazo y una vez que se ha restablecido plenamente la libre convertibilidad, esta política no incita a la búsqueda de rentas, el arbitraje o la especulación. La reciente experiencia económica del este asiático, y la evidencia econométrica encontrada por Rodrik (2008) y Rapetti y otros (2012 y 2012a), entre otros, apoyan la idea de que los niveles de tasa de cambio real estables y competitivos favorecen el crecimiento económico en los países en desarrollo.

Respecto de cómo el Banco Central puede lograr este objetivo intermedio, proponemos aquí que este puede dejar inicialmente flotar la tasa de cambio nominal y luego intervenir de manera más o menos estratégica en el mercado cambiario para lograr una tasa de cambio real competitiva y proporcionar estabilidad. Por lo tanto, una vez que

⁵ Todos estos autores entienden la tasa de cambio real «competitiva» como la que se encuentra por encima del nivel de equilibrio.

se realice el movimiento inicial para un sistema cambiario más flexible, la tasa nominal debería moverse para sostener la tasa de cambio real alrededor de a un nivel competitivo. Si la inflación fuese a parar repentinamente y el Banco Central tuviese espacio de política para implementar una decisión de política cambiaria de apoyo, podría manejarse esta tasa y hacerla estable. Sin embargo, sin importar si el plan antinflación empezó con un *shock* de políticas o con un enfoque local, el contexto de inflación actual en Venezuela sugiere que se necesita tiempo para controlar la inflación.

A corto plazo, el comportamiento de la tasa de cambio paralela será crítico y dependerá de una serie de factores, en particular del comportamiento de las expectativas respecto de la credibilidad y de la sostenibilidad del sistema de SCRER. En un contexto de agentes de libre convertibilidad que buscan evitar pérdidas y obtener ganancias de capital se moverán con mucha rapidez hacia los activos monetarios de capitales si se espera que la tasa de cambio paralela se vaya a apreciar respecto de la tasa oficial. Para que esto suceda, es crítico el acceso libre al nuevo mercado oficial administrado. Por lo tanto, y como resultado de los ajustes de portafolio, la tasa de mercado paralela se moverá inmediatamente —tan pronto como se creen las expectativas— hacia el nivel que los titulares de activos esperan que llegue nueva la tasa flotante administrada. Sin embargo, es difícil visualizar un caso de plena convertibilidad en Venezuela en el muy corto plazo porque el espacio político para apoyar esta política cambiaria puede no estar listo inmediatamente. En efecto, a pesar de que podamos concebir algunos movimientos de política clave para levantar las reservas internacionales y los flujos cambiarios monetarios para permitir que el Banco Central actúe y enfrente la demanda efectiva de divisas, los cambios requeridos para que esto suceda pueden no venir tan pronto como esperamos.

Este levantamiento efectivo de los controles cambiarios depende de la secuencia de ciertas medidas. Ya que la recuperación del producto y la eliminación de las restricciones de importación deben considerarse

una prioridad absoluta, se necesita rápidamente levantar los controles cambiarios en todas las transacciones comerciales. También se debe considerar y evaluar la liberalización de los controles cambiarios generalizados sobre las transacciones de no residentes. Esto puede tener un efecto positivo sobre la confianza de los inversionistas extranjeros. En contraste, para evitar fugas de capital amplias y potencialmente desestabilizantes en un periodo de transición, los controles en las transacciones financieras hechas por residentes deberían levantarse solo gradualmente, ya que la totalidad del programa de estabilización da resultados solo actúa progresivamente. Este es el enfoque que se empleó con éxito en Sudáfrica para levantar el control al inicio de los años 1990 (ver Aron & Muellbauer, 2009).

Expandir el espacio de la política a través de una mejor gobernanza de los ingresos de las exportaciones petroleras

Los beneficios de un sistema cambiario que funciona mejor para la economía venezolana no pueden lograrse antes de que se den ciertos pasos intermedios críticos. Se necesita el espacio de política para adoptar una política cambiaria autónoma y efectiva consistente con una estabilización y una recuperación de corto plazo, así como objetivos de desarrollo de largo plazo. De manera particular, el país necesita activos de protección adecuados y disponibles, así como liquidez de divisas no solo para apoyar y mantener la confianza en las políticas para la gestión cambiaria —incluyendo la capacidad de intervenir en apoyo al SCRER—, sino también para levantar el control cambiario y proporcionar el nivel necesario de divisas líquidas que la economía necesita para eliminar las escaseces generalizadas y promover la recuperación de la actividad económica. También son necesarios recursos líquidos y adecuados para limitar la vulnerabilidad externa, para proporcionar al mercado la confianza de que el país puede pagar sus obligaciones externas y para demostrar que se cuenta con activos externos para respaldar la moneda local.

El espacio de política hoy en día está muy relacionado con la estructura institucional de gobernanza que gravita alrededor de los ingresos de la exportación petrolera. Ya hemos argumentado que los cambios institucionales anteriores alrededor de la relación entre PDVSA y el Banco Central de Venezuela debilitaron de manera severa las capacidades del Banco Central de gestionar de forma efectiva sus tenencias de reservas internacionales y de conducir su política monetaria y cambiaria. Los ingresos petroleros que entran en forma de divisas se concentran hoy en día en PDVSA, lo cual significa que el Banco Central solo recibe una porción discrecional de la cuenta total.

En lugar de esto, el modelo de gobernanza alrededor de los ingresos petroleros debería retornar a una situación que es hoy en día común en muchas economías dependientes del petróleo, en las cuales los ingresos petroleros que como divisas se transfieren al banco central y este a su vez abastece a la compañía petrolera estatal con la moneda local equivalente a la nueva tasa oficial de mercado.

Este esquema tiene varias ventajas. Primero, al incrementar las compras y tenencias de divisas, el Banco Central puede *de facto* proporcionar la liquidez incondicional requerida que se necesitaría inicialmente para levantar el control cambiario. Respecto de esto, es necesario señalar que en vista de las grandes incertidumbres que el Banco Central afrontaría bajo una liberalización de la mayoría de transacciones comerciales y financieras, las autoridades pueden requerir reservas sustancialmente más grandes —más allá del nivel actual— para responder al componente inesperado de una demanda de divisas y para apoyar el nuevo sistema de flotación administrada, una vez que el tipo de cambio haya alcanzado su nivel objetivo real⁶. En segundo lugar, se podría sostener que se esperan menos necesidades de intervención y menores cantidades de liquidez cuando se cuenta con tenencias de reservas más amplias si se piensa que el Banco Central posee un inventario más grande de reservas

⁶ Es fundamental al respecto conocer o tener una idea de la elasticidad de la demanda de reservas en caso de mayor flexibilidad del sistema de tasa de cambio.

internacionales, caso en el que los participantes del mercado se darán cuenta que la devaluación monetaria inicial sería un ajuste suficiente. De otra forma, una presión prolongada en la moneda, más allá de lo que podría ocurrir con un gran *stock* de reservas de defensa, significará más intervención para apoyar el objetivo de tasa de cambio, lo que pone en peligro todo el sistema. En el tercer lugar, en el mediano a largo plazo, el acaparamiento de ingresos de las exportaciones petroleras bajo forma de reservas internacionales representa un mecanismo potente de autoaseguramiento contra reversiones en los términos de intercambio, paradas bruscas y crisis de desapalancamiento, lo que generará las intervenciones necesarias para preservar el «buen» comportamiento de una flotación administrada y estabilizar fluctuaciones⁷. Finalmente, al acumular divisas asociadas con las exportaciones petroleras en el Banco Central, se pueda garantizar una mejor rendición de cuentas y una mayor responsabilidad fiduciaria, y se puede evitar la desviación de recursos hacia fondos opacos fuera de presupuesto. A nivel global y en el pasado reciente, los bancos centrales han respondido de manera cada vez más favorable a los argumentos en favor de la transparencia. De manera particular, los beneficios de una mejor rendición de cuentas y la comparación de instituciones soberanas tienden a pesar más que los argumentos a favor del secreto. Por ejemplo, hoy en día la mayor parte de bancos centrales reportan sus tenencias de reservas de divisas al FMI bajo el *special data dissemination standard* (SDDS) y publican un informe anual detallado. De hecho, en el caso de Venezuela, el Banco Central en tanto ente gubernamental, debería difundir por lo menos un mínimo de información, dados sus compromisos constitucionales con la Asamblea Nacional.

⁷ Si la tasa de cambio evoluciona rápidamente hacia arriba o hacia abajo, los corredores y los inversionistas tendrán más incertidumbre sobre la rentabilidad de las transacciones e inversiones y probablemente reducirán sus actividades internacionales. Como consecuencia, los corredores y los inversionistas internacionales tienden a preferir tasas de cambio más estables y muchas veces presionarán a los gobiernos y bancos centrales para intervenir en el mercado de divisas (Forex) cuando vean que las tasas de cambio evolucionan muy rápido.

También se puede ganar espacio político si se revisan varios contratos petroleros que Venezuela ha suscrito con distintos países de América Latina y el Caribe. Estos contratos han sido una gran carga para Venezuela. Un estudio realizado por Barclays (2015) concluye que en la década pasada los acuerdos le costaron a Venezuela hasta US\$ 50 mil millones. Cuando los embarques de petróleo, por ejemplo, alcanzaban cerca de 400 mil bbl/d durante su auge en el 2012, a Venezuela se le pagaba en efectivo solo 200 mil bbl/d. Si Venezuela hubiese vendido este petróleo según condiciones de mercado y hubiese guardado los ingresos, tendría un nivel de reservas internacionales tres veces más elevado que hoy. El país estaría probablemente en una mejor posición para lidiar con el declive de los precios del petróleo y no necesitaría hacer los ajustes significativos que tiene que hacer hoy en día.

Los contratos petroleros no tienen que parar. Solo se necesita una reforma en el precio referencial descontado que se usa para que cuando los precios del petróleo caigan por debajo de cierto nivel, el tamaño de las facilidades disminuya o desaparezca⁸. Un precio referencial descontado de US\$/bbl 80 podría aliviar en algo las restricciones externas de Venezuela. Estimamos que para el 2016 una reforma de este tipo pudo generar un flujo efectivo de moneda dura de aproximadamente US\$ 1,4 mil millones. La reforma es fácil de realizar porque existen acuerdos *ad-hoc* y formulados indirectamente a través de las instituciones paralelas construidas alrededor de PDVSA, cuyas gobernanzas se centran en la presidencia. Además, los contratos de suministro bilateral de PetroCaribe se renuevan anualmente.

⁸ Una posible suspensión de la facilidad de financiamiento de PetroCaribe puede tener distintos impactos en los miembros. En el caso de los países como Cuba, Nicaragua o Haití, que reciben grandes ayudas y que no tienen fuentes de financiamiento alternativas, el impacto puede ser significativo. En términos de PBI los países que reciben mayor financiamiento son Guyana, Nicaragua, Haití y Belice (todos por encima del 3% del PBI). Los países que han creado defensas, como Guyana y St. Kitts, deberían ser menos afectados.

Espacio de política por consolidación de activos líquidos denominados en dólares

Seríamos negligentes si no prestásemos atención a la acumulación de otros activos denominados en dólares que Venezuela ha acumulado en la década pasada. El gobierno tiene, por ejemplo, fondos fuera del presupuesto en Fonden y Banded, o incluso efectivo retenido por PDVSA y el Tesoro en el extranjero. Aun así, deberíamos también reconocer que los activos se han agotado rápido a causa del control discrecional del gobierno. En teoría el punto de partida más obvio para medir las posiciones de los activos líquidos es examinar la posición de una hoja de balance. Sin embargo, en la práctica, el gobierno no ha tratado de producir datos integrales sobre su posición de hoja de balance externa. El Banco Central proporciona datos agregados sobre tenencias de activos líquidos del sector público en una cuenta general denominada «moneda y depósitos en el extranjero». La última cifra publicada es de 3T15, estimándolas en US\$ 14,2 mil millones. Pero esta cifra se tiene que aceptar con gran escepticismo, dada la falta de transparencia de su composición. El Bank of America ML (2016) ha construido una estimación alternativa de las cuentas fuera de presupuesto que no incluye fondos del Tesoro en el extranjero⁹. El examen de las cifras (en la tabla 3) indica que al final de 2015 estos fondos alcanzaron alrededor de US\$ 5,7 mil millones.

⁹ Los estimados de BoAML se basan en el Informe Anual del Ministerio de Finanzas (Memoria y cuenta) que incluye datos sobre desembolsos anuales de Fonden y fondos chinos, así como contribuciones y tenencias de activos en moneda y liquidez de Fonden. Estas cifras se combinan con los anuncios de desembolsos de créditos chinos y los balances de PDVSA para tener un estimado alternativo de las tenencias de activos de fin de año.

Tabla 3. Fondos fuera del presupuesto, 2013-4Q2015
(millones US\$)

	2013	2014	1Q2015E	2Q2015E	3Q2015E	4Q2015E
Fonden	3184	1126	1052	1039	826	613
Fondos chinos	14 787	8 881	6237	5211	7185	4281
PDVSA	6513	2641	2434	3136	2714	831
Total	24 484	12 648	9 723	9386	10 725	5 725

Fuente: BoAML.

Inicialmente para apoyar la transición hacia un nuevo régimen cambiario sería conveniente explorar las acciones que permitan que el Banco Central cuente toda esta serie de activos líquidos extranjeros como reservas internacionales potenciales. Esto puede proporcionar una buena señal y tener un efecto positivo en la confianza de los inversionistas extranjeros. Por supuesto, si una parte de estos activos no puede tocarse —como puede suceder con el dinero que los bancos de desarrollo chinos han prestado a Venezuela—, esta falta de disponibilidad limita inevitablemente el grado de comodidad que se le permita al Banco Central.

Alivio de deuda y financiamiento multilateral

Los intentos de expandir el espacio de política para facilitar la transición hacia un objetivo SCRER son efectivamente ingredientes necesarios de cualquier programa de estabilización serio, pero no son suficientes. Al implementar y promover la estabilización y la recuperación en la situación venezolana actual, los cambios de política tienen más posibilidades de tener éxito y de ser sostenibles con la ayuda del alivio de deuda y de préstamos extranjeros.

Durante los últimos dos años y medio, ningún país productor del petróleo ha sentido el dolor de la caída del precio petrolero tan agudamente como Venezuela. Con una débil posición de activos externos

y recursos financieros muy limitados, ya hemos señalado que el servicio de deuda que se debe en 2016 y 2017 plantea grandes desafíos. El punto es que cualquier voluntad de pagar implicaría necesariamente una compresión de importaciones mucho más severa. Al seguir este camino, el gobierno ya ha sometido al país a grandes esfuerzos para mantenerse al día con los servicios de deuda. Esta no es una estrategia libre de riesgo. Incluso si asumimos que Venezuela no omitirá hacer en ningún pago contractual en 2016, subsiste aún un alto riesgo de no pago en el futuro. Una reestructuración retrasada y desordenada puede llevar a un periodo prolongado de caos económico.

Por lo tanto, frente a los pagos de deuda de US\$ 30 mil millones durante los próximos dos años, Venezuela no puede descartar un evento de cesación de pagos, lo cual significa que las autoridades deberían considerar pedir rápidas conversaciones con la comunidad financiera internacional y organizar el alivio de deuda y financiamiento. Para evitar una mora desordenada —en general vinculada a casos en los que un gobierno no paga y renegocia su deuda más tarde—, una reestructuración preventiva parece ser una mucha mejor estrategia. Como lo mostraron recientemente Asonuma y Trebesch (2015), las faltas de pago preventivas están asociadas con recortes significativamente menores en comparación con casos de faltas de pago *a posteriori* (18% vs. 48% para los casos de posimpago). Sin embargo, la renegociación de la deuda dura mucho menos (1 año vs. 5 años), y las pérdidas de producto son significativamente menores —en los casos de faltas de pago *a posteriori* el PBI continúa disminuyendo durante un periodo más prolongado después del inicio de la crisis que en los casos de renegociación preventiva—. Además, Asonuma y Trebesch muestran que las reestructuraciones preventivas regresan más rápidamente a los mercados de capitales internacionales, como revelan las medidas de colocación de bonos o préstamos sindicados con acreedores externos.

También se debe entender claramente que un proceso de reorganización de deuda implica el refinanciamiento o la reestructuración. Muy a menudo se prefiere el refinanciamiento a la reestructuración, ya que es un proceso más rápido, más fácil de calificar y tiene un impacto positivo en la calificación crediticia, ya que el historial de pago mostrará que se pagó el préstamo original. En el caso de Venezuela, el gobierno podría guardar un poco de efectivo si se prorroga o intercambia la maduración de los bonos del gobierno central y de PDVSA. Los deudores con altas calificaciones crediticias salen especialmente beneficiados con el refinanciamiento ya que pueden asegurar términos contractuales más favorables, por ejemplo, una estructura de préstamo cambiante con tasas de interés más bajas. Pero Venezuela parece estar lidiando con una situación más grave. Como señalamos anteriormente, actualmente Venezuela carece de una buena historia crediticia y los acreedores pueden aceptar negociar una mejor estructura de préstamo, pero no mejores tasas de interés.

Por lo tanto, la reestructuración de deuda, que evita un incumplimiento de pago, debería ser considerada como una opción más realista. En vez de esperar a una caótica reestructuración de deuda, dolorosa e impredecible, que podría ocurrir después de un impago, una mucho mejor opción es llevar a cabo una reestructuración de deuda temprana que se adelante al incumplimiento de pagos.

Según esta lógica, la reestructuración de la deuda del país también debe involucrar la aprobación de nuevos préstamos. El FMI es el acreedor internacional oficial primario de último recurso para los países que están enfrentando o tienen dificultades potenciales para pagar sus obligaciones de pago internacionales. La participación temprana del FMI y su apoyo crediticio rápido es importante por distintas razones que queremos comentar.

Un estado no puede reestructurar su deuda de manera unilateral sin sufrir un costo reputacional significativo en la comunidad financiera global. Por lo tanto, cualquier reestructuración de deuda debe ser consensual.

Lograr consenso, sin embargo, es un asunto caprichoso. Los intereses en conflicto del estado y de sus acreedores hacen que el proceso sea difícil y a veces sea efectivamente imposible llegar a un acuerdo completo acerca de un plan de reestructuración. Esta dificultad es exacerbada por el problema de acción colectiva para lograr un acuerdo entre acreedores. Los acuerdos de préstamo y el prospecto de emisión requieren por lo general el consentimiento unánime de los acreedores para alterar términos esenciales como el monto del principal, la tasa de interés o el programa de madurez. Aquí es donde la participación y la coordinación del FMI pueden abrir espacio para implementar una estrategia de reestructuración que puede ser beneficiosa tanto para los acreedores como para el deudor¹⁰. De otra forma, un enfoque contractual descentralizado tendrá como resultado negociaciones y contratos altamente complejos. Además, el apoyo del FMI y de la comunidad internacional, en general, reduce las posibilidades de que los acreedores renuentes planteen amenazas creíbles para obtener un trato preferencial respecto de los acreedores que participan en la reestructuración o que puedan frustrar un acuerdo de reestructuración que haya acordado la mayoría de acreedores.

La asistencia financiera del FMI también es un ingrediente importante no solo porque puede reducir el peso del ajuste, sino también porque puede ayudar a que la deuda sea nuevamente sostenible al menor costo posible para el soberano y sus acreedores. Por lo tanto, el apoyo financiero del FMI debe estar presente cuando es más necesario: en el periodo justo después de que se haya levantado el control cambiario y se haya realineado la tasa de cambio; como apoyo suplementario para el espacio de política obtenido a través de una mejor

¹⁰ Como lo sostienen Damill, Frenkel y Rapetti (2005), desde el inicio de los años ochenta, el FMI participó activamente en las reestructuraciones de deudas soberanas con el sector privado, pero después del rechazo del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana por Wall Street y el gobierno de los Estados Unidos, la participación del FMI y el compromiso de fondos multilaterales en la reestructuración de deudas con el sector privado permanece indefinida.

gestión de los ingresos de las exportaciones petroleras y la centralización de activos líquidos; y cuando los esfuerzos para estabilizar la economía se encuentren al centro de la política económica.

Reestructurando los contratos de préstamo respaldados por petróleo con China

Durante más de una década, pero especialmente en los últimos cinco años, el comercio bilateral entre China y Venezuela ha crecido más que exponencialmente, pasando de US\$ 500 millones en 1999 a US\$ 7,5 mil millones en 2009 y más de US\$ 20 mil millones en el 2015. La China es hoy en día el segundo socio comercial de Venezuela después de los Estados Unidos. En el 2015, 30% de las exportaciones petroleras de Venezuela se dirigieron a China.

Desde el 2007, a través de una serie de contratos respaldados por petróleo, China ha entrado en compromisos de préstamo tanto de corto como de largo plazo de hasta US\$50 mil millones con Venezuela. Un préstamo a cambio de petróleo en general combina un contrato de préstamo y un contrato de venta de petróleo que involucra a los bancos y a las compañías petroleras públicas de los países. El banco chino otorga un préstamo en dólares a Venezuela. La empresa petrolera pública de Venezuela, PDVSA, se compromete a enviar cientos de miles de barriles de petróleo a China cada día durante la duración del préstamo. Las compañías petroleras chinas luego compran petróleo a precios de mercado y depositan sus pagos en la cuenta de PDVSA en el Banco de Desarrollo de China o en el Banco de Exportación-Importación de China. Estos bancos retiran el dinero directamente de la cuenta para pagarse por el préstamo.

La realidad hoy en día es que China se ha convertido en el mayor acreedor de Venezuela. La deuda pendiente se estima en aproximadamente US\$ 17,9 mil millones. Ya que los contratos de préstamo respaldados por petróleo establecen pagos anuales iguales para cada segmento, mientras los precios del petróleo bajan, Venezuela necesitaría enviar más petróleo a China para cumplir con su deuda dejando menos

efectivo disponible para el país. Cuando los precios del petróleo estaban alrededor de US\$ 100 por barril esto representaba aproximadamente 228 mil barriles por día. Sin embargo, con el precio promedio de la canasta venezolana en US\$ 24,3 por barril, que se registró durante la primera parte del año, Venezuela necesitaría mandar aproximadamente 774 mil barriles por día a China, algo que no parece estar sucediendo y que no será fácil de lograr a corto plazo.

Ya desde octubre de 2014, la prensa venezolana informó que Venezuela y China habían modificado el contrato de petróleo por préstamos para otorgar a Venezuela mejores condiciones de volúmenes obligatorios y plazos, estimando que ambas partes llegarían a un acuerdo en cuanto a volúmenes y tiempos de pago. Sin cifras oficiales actualizadas de los envíos de petróleo de Venezuela a China es difícil confirmar estas especulaciones.

Sin embargo, vemos como un paso positivo el hecho de que por acuerdo mutuo ambos países estén dispuestos a establecer nuevas reglas sobre la cantidad de petróleo que se debe enviar mensualmente. Esto eliminaría las metas de pagos nominales establecidas en las reglas originales, lo que permitiría que Venezuela reestructure la deuda por acuerdo mutuo. Sin cambiar la duración de los préstamos, podría haber, por ejemplo, una maduración promedio más larga por cada tramo, pasando de un esquema de pagos uniformes a un esquema más discrecional, en el cual China permite que Venezuela pague menos o nada en los doce meses siguientes con bajos precios, con la expectativa de que pagará más en los años siguientes cuando los precios del petróleo se recuperen. Los cálculos preliminares, usando un precio promedio del petróleo de US\$ 30 por barril de la canasta venezolana, indican que una suspensión de pagos durante doce meses permitiría que Venezuela ahorre US\$ 6,7 mil millones. Una extensión de las maduraciones de los tramos podría ser otra manera de ayudar a Venezuela. Por lo tanto, en vez de pedir una renovación de tramos, un esquema de reestructuración tiene la ventaja de que el dinero ahorrado puede usarse para fines de balanza de pagos.

EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

Los éxitos y la sostenibilidad de cambios en política hacia una tasa de cambio real estable y competitiva dependen, entre otras cosas, de cuán efectivos sean los esfuerzos del gobierno para controlar la inflación. En un entorno poco favorable de aceleración de la inflación como el que vive Venezuela hoy en día, mantener una tasa de cambio estable y competitiva parecerá más y más increíble. Por lo tanto, una ola de expectativas pesimistas puede arruinar el esfuerzo de estabilización. Esto implica que las políticas para controlar la inflación requieren una supresión muy rápida de los mecanismos causales que se han construido a lo largo de los años.

¿Es esto posible bajo las circunstancias actuales? Sostendremos que una vez que el estado de inflación crónica da lugar a un proceso de aceleración de la inflación, por ejemplo, en varios países latinoamericanos a inicio y a mediados de los años noventa, la inflación puede caer rápidamente, si se implementa un programa de desinflación apropiado y bien dirigido. Por supuesto, el diseño y el ritmo de un programa de desinflación exitoso depende, fundamentalmente, de un diagnóstico correcto de las fuerzas inflacionarias de la economía.

La inflación crónica es un rasgo importante de la economía venezolana. En los últimos 35 años el país no ha pasado un solo año con inflación de un solo dígito. En este contexto, los agentes institucionales no han tenido otra opción que aprender a vivir con los incrementos constantes de precios. Han desarrollado estrategias defensivas de indexación informal —más que la indexación formal— en un entorno de ajustes desincronizados. En esta situación no basta un diagnóstico o programa monetarista para combatir la inflación. Otros intentos simplistas de vencer la inflación, a través de medidas parciales y convencionales tales como los regímenes cambiarios con anclas de inflación nominales, o a través de enfoques heterodoxos como el control de precios, pueden ser decepcionantes y muy costosos como lo muestra

el caso reciente de Venezuela. A inicios de la década pasada, por ejemplo, cuando el gobierno del fallecido presidente Chávez lanzó políticas más ortodoxas para combatir la inflación y usar la estabilización basada en la tasa de cambio, la inflación no convergió hacia niveles bajos. Así que mientras la inflación era persistente (en un nivel de dos dígitos) y la tasa de cambio nominal permanecía fija, la moneda de Venezuela se sobrevaluaba de manera incremental, lo que produjo una mayor fuga de capitales y expectativas de maxidevaluaciones e inflación más alta. Además, el sistema de controles de precios integral, que data de la formación del sistema de asignaciones de divisas en el 2003, tampoco ha controlado la inflación. En efecto, los controles de precios simplemente enmascararon los síntomas de la inflación y aumentaron las tasas de inflación en lugar de bajarlas¹¹.

El enfoque que usamos para el análisis y la evaluación de la política inflacionista en Venezuela trata de integrar, dentro de un mismo marco, cuatro mecanismos de transmisión que consideramos importantes para comprender mejor los factores causales: vía de variaciones de precio relativo, vía procesos fiscales-monetarios (demanda excesiva), vía expectativas de inflación y a través de la persistencia.

¹¹ Primero, como demostraron Cukierman y Leiderman (1984), bajo un sistema de controles parciales, en una economía en donde existe una distribución de precios relativos amplia y sesgada, una mayor variabilidad de precios relativos significa una mayor inflación general. En segundo lugar, con controles de precio, siempre hay una lista de productos que se encuentran exentos o productos para los cuales los controles no son vinculantes. En este caso, las empresas pueden aumentar más los precios de estos bienes y servicios no sujetos a los controles de precios y así evitarlos. En tercer lugar, con controles de precios aparecen escaseces. Los precios subirán como cuando hay demanda excesiva en el mercado. Además, inevitablemente la escasez lleva a la aparición de mercados negros. Por lo tanto, con precios controlados habrá un grupo de compradores insatisfechos; por ejemplo, los compradores que no pudieron comprar la cantidad de productos que deseaban. Algunos de estos compradores estarán dispuestos a pagar un precio más alto que el precio controlado. Finalmente, si los controles distraen la atención del gobierno del uso de políticas macro y estructurales para combatir la inflación, podría seguir operando el conjunto de complejos factores que llevan a la inflación crónica.

A la luz de las preocupaciones sobre los múltiples factores que afectan el comportamiento de los precios locales en Venezuela, hemos realizado una investigación empírica usando una especificación estocástica general del cuadro mencionado más arriba.

$$\pi_t = \alpha + \beta_i \sum_{i=1}^l \pi_{t-1} + \delta_k \sum_{k=0}^n GAP_{t-k} + \gamma_j \sum_{j=0}^m RPV_{t-j} + \theta_p \sum_{p=0}^q ERE_{t-p} + e_t \quad (1)$$

En (1) la variable dependiente es la tasa de inflación del IPC. El primer término al lado derecho es la constante, el segundo es la inflación rezagada (un indicador de la inercia de inflación), el tercero es un índice de exceso de demanda (la brecha de producto), el cuarto es la variación relativa de precios (un indicador de oferta), el quinto capta el efecto de las expectativas de inflación a través de un índice de sobrevaluación de la tasa de cambio real, y el sexto es un término de error serial no relacionado.

Un subconjunto de la expresión (1) se refiere a una curva de Phillips convencional que tiene dos características distintivas o esenciales: primero, el rol de la inercia generalmente interpretado como algo que va más allá de una formulación específica de formación de expectativas e incluye más bien otras fuentes como la indexación informal y los ajustes escalonados de precios; luego, la fuerza conductora del lado de la demanda como una brecha de desempleo o de producto. El tan conocido «modelo del triángulo» (Gordon 1983, 1997, y 1998), previamente especificado por Mario Henrique Simonsen (1970), también incluiría explícitamente variables de *shock* de la oferta en la ecuación de inflación¹². La presencia del término *ERE*, que representa

¹² La mayor parte de medidas de *shock* de oferta que se introducen en las estimaciones de inflación en las economías industrializadas son cambios en los precios relativos de los alimentos y la energía. Según Ball y Mazumder (2011) desde la década de 1970 estas variables han añadido mucho a la R². El problema con este método es que asume que los sectores que enfrentan *shocks* de oferta son bastante limitados y pueden determinarse *a priori*. En el contexto de la economía venezolana seguimos

las expectativas de una evaluación de tasa de cambio nominal, introduce esencialmente el efecto de que el riesgo de devaluación puede tener sobre las expectativas de inflación. En efecto, sostenemos que en el caso de Venezuela las expectativas de inflación están muy vinculadas con y guiadas por expectativas de ajuste de tasa de cambio. Por lo tanto, al incluir expectativas de ajustes de tasa de cambio, la ecuación (1) puede verse fácilmente como una versión ampliada del modelo de triángulo de Gordon.

Para calcular un índice de variaciones de precio relativo que pueda representar ajustes sistemáticos en los precios administrativos (precios bajo control gubernamental), usamos medidas estándar de la distribución de cambios de precio relativo. El segundo momento se define como:

$$RPV_t = \left[\sqrt{\sum_{i=1}^n w_i (\pi_{it} - \pi_t)^2} \right]^{1/2} \quad (2)$$

Los datos establecidos para calcular RPV_t contienen los registros del índice del precio al consumidor (IPC) de 37 subgrupos recolectados mensualmente por el Banco Central de Venezuela entre 1999:1 y 2011:12.

Siguiendo la práctica de la mayor parte de la macroeconomía aplicada, representaremos la brecha de producción, GAP_t , por la diferencia entre un índice de actividad económica y una tendencia de largo plazo de ese índice. La tendencia de largo plazo se deriva directamente (del nivel actual) aplicando el filtro Hodrick-Prescott (HP). Ya que estamos lidiando con cifras mensuales, usaremos el índice de ventas al por menor publicado por el Banco Central dividido por el IPC (usando 1997 como año base).

a Ball y Mankiw (1995) quienes proponen un método alternativo que usa un índice de variación de precio relativo y la asimetría (o sesgo) de una distribución de cambio de precio transversal para representar el *shock* de oferta.

Para la construcción del índice de sobrevaluación de la tasa de cambio o riesgo de devaluación, el estudio presente se basa en una metodología simple, en la cual medimos la desviación entre la tasa de cambio implícita calculada como el dinero amplio (M2) al ratio de reservas extranjeras y al ratio de equilibrio que asumimos es igual a 1. El índice es dado por:

$$ERE_t = \frac{M_t}{R_t ER_t} - 1 \quad (3)$$

En un sistema de estabilización cambiaria, al calcular que parte de la oferta de dinero local está respaldada por las divisas, cualquier desviación que dé (3) como resultado enviaría hipotéticamente una preocupante señal de vulnerabilidad externa y generaría expectativas de ajustes hacia arriba en la tasa de cambio nominal (ER_t).

Una vez establecidas las propiedades de las series de tiempo —que son todas (1)— y luego de verificar el retraso óptimo, simplificamos un séptimo orden del modelo ARDL (retraso distribuido autoregresivo) hacia un ARDL más parsimonioso. Los resultados de la regresión por OLS pueden verse en la tabla 2. La tabla enumera estadísticas de diagnóstico para contrastarlas con varias hipótesis alternativas: autocorrelación residual (AR y DW), heterodasticidad condicional autoregresiva (ARCH), sesgo y curtosis excesiva (normalidad), etcétera; los grados de libertad, los paréntesis y (para AR y ARCH) el orden de retraso es en primer grado libertad. Las pruebas de diagnóstico indican que los residuales están normalmente distribuidos y que no hay problemas de autocorrelación. Además, la prueba de heterodasticidad condicional autoregresiva, en la cual la distribución de muestreo del estadístico de la prueba es una distribución de chi-cuadrada, es consistente con un término de error de ruido blanco.

Respecto a los parámetros, al mirar las estadísticas $-t$ (en paréntesis), la hipótesis nula, en la cual $\mu = 0$, es totalmente rechazada (al 5%). Por ejemplo, para el periodo de muestreo bajo examen, existen efectos de impacto positivos significativos sobre la inflación del IPC del índice

de la brecha de producción, del índice de variación de precios relativos y del índice de desalineación de la tasa de cambio. Además, hay efectos significativos de la inflación rezagada lo cual implica que los efectos de inercia están claramente presentes. El modelo incluye la variable ficticia que toma el valor de 0 para todo el año 2002 —un año de extrema turbulencia política—, lo cual también es significativo.

Tabla 4. Ecuación de inflación

$$\pi_t = 13.23 + 0.26\pi_{t-1} - 0.024GAP_{t-2} + 0.03GAP_{t-3} + 0.06RPV_t + 0.04RPV_{t-3}$$

(0.008)	(0.0003)	(0.036)	(0.012)	(0.000)	(0.0007)
(0.005)	(0.08)	(0.021)			

Observaciones = 153, T(1999:4 -2011:12), R2 = 0.71, EE = 0.74

Pruebas de diagnóstico

AR(1): p-valor = 0.695 DW = 1.941 Prueba de White: p-valor = 0.000
 AR(2): p-valor = 0.431

ARCH(1): p-valor = 0.065 Normalidad: X2(2): p-valor = 0.0002
 ARCH(2): p-valor = 0.179

Fuente: estimaciones propias a partir de datos del Banco Central de Venezuela y *Dolar Today*.

Esta validación empírica del proceso de inflación venezolano en términos de componentes múltiples del modelo triangular aumentado proporciona interpretaciones interesantes del mecanismo de inflación, así como importantes implicaciones de políticas.

Las múltiples faltas de flexibilidad o rigidez pueden servir para explicar el mecanismo a través del cual todas estas variables están afectando la evolución actual de precios en Venezuela. No es sorprendente que la variabilidad de precios relativos pueda afectar la inflación en un país plagado de controles de precio¹³. Ya hemos sostenido que desde el 2003 un fuerte sistema de controles de precio fue establecido en Venezuela.

¹³ Contreras y Guarata (2013) confirman esta causalidad de RPV a la inflación usando datos mensuales para el periodo 2000:1-2011:10.

Fernández (2009) estima que cerca de 50% de los artículos de la canasta fija de bienes y servicios contenidos en el IPC están sujetos a controles del gobierno. De manera típica, el ajuste de precios relativos de esta estructura altamente distorsionada de precios controlados puede contribuir con la inflación, si otros precios son poco flexibles (*sticky*), a la baja¹⁴. Además, mientras la inflación avanza, los ratios de rentabilidad en la producción de esos bienes y servicios para los que no se autorizaron ajustes de precios quedaron afectados negativamente. De cuando en cuando, para evitar escaseces críticas, las autoridades gubernamentales pueden ser inducidas a recuperar el deterioro de algunos de estos precios relativos autorizando ajustes ascendentes periódicos pero aleatorios, que prolongan las dinámicas de inflación de precios.

Desde una perspectiva de política económica, es crucial la transición hacia un vector no inflacionista de precios relativos. La medida de controles de precio y la necesidad de una desinflación rápida apoyan principalmente una rápida transición hacia precios del mercado. La Ley de Costo y Precios Justos, que establece los estándares para determinar los precios de los bienes y servicios, los márgenes de ganancia y los mecanismos de comercialización, debería ser eliminada sistemáticamente. Sin embargo, una eliminación general y rápida de las distorsiones de precio puede de manera inevitable generar ajustes descendentes en los salarios reales y un creciente descontento social. Este problema es importante en vista de los efectos que la aceleración inesperada de la inflación tiene en los asalariados y en general entre

¹⁴ Evidentemente, desde una perspectiva clásica los cambios en los precios relativos y la varianza de la distribución a partir de las tasas de inflación individuales de los bienes y servicios comprendidos en el IPC no tienen que dar como resultado necesariamente un aumento de la inflación si los aumentos de precios de algunos bienes son compensados con una disminución equiparable de otros. Pero cuando una distribución de precios está tan positivamente sesgada y prevalece la inflexibilidad a la baja de los precios, incrementos grandes o pequeños de los precios de unos pocos bienes pueden asociarse a un incremento de la inflación promedio. La prueba teórica pertenece a los trabajos de Oliveira (1960 y 1964) aunque Ball y Mankiw (1995) posteriormente proporcionaron una explicación en términos estadísticos.

los perceptores de un ingreso fijo. Una red de seguridad de subsidios directos que remplace los subsidios indirectos inexplicablemente vinculados con el sistema de control de precios podría proporcionar un alivio muy necesario para el público en general y apoyo para el programa. Por supuesto, el éxito de la eliminación de distorsiones de precios relativos combinada con la eliminación del control de cambios para las transacciones comerciales, antes que un fracaso o aceptar el *statu quo*, produce algunas fuentes importantes de apoyo al programa. El público en general apreciaría la eliminación radical de escaseces y colas, y contar con una variedad mayor de bienes y servicios.

A pesar de que es muy probable o inevitable un salto en los precios como resultado de la liberalización generalizada de precios, una vez que desaparecen las distorsiones en la estructura de precios relativo, las presiones sobre la inflación promedio provenientes de cambios de precio relativos deberían disminuir. Existen varios argumentos a favor de llevar a cabo la mayoría de medidas de liberalización de precio en un gran movimiento y no hacerlo de manera gradual. En primer lugar, a pesar de que el salto inicial de precios puede ser sustancial, la desinflación puede materializarse más rápidamente si se toman otras medidas complementarias. En segundo lugar, la liberalización de precios radical es necesaria para eliminar rápidamente las escaseces generalizadas, lo cual a su vez es necesario no solo para el bienestar del consumidor, sino también porque permite que las empresas operen con más eficiencia.

En el caso de Venezuela, así como en muchos otros casos investigados, los picos agudos y periódicos en la varianza medida de los precios relativos coinciden con picos de inflación. Esto sugiere que estos picos pueden estar ampliamente asociados con episodios de incremento de sueldos y precios administrados, pero también con *shocks* de suministros que provienen de la devaluación. Después de todo, la tasa de cambio real es el precio relativo más importante en los países de desarrollo como Venezuela. Pero una gran devaluación formal no implica simplemente un cambio en el precio relativo adicional a las presiones inflacionarios

potenciales a corto plazo. La interpretación de los efectos inflacionarios de las realineaciones de la tasa de cambio se complica más por el hecho de que este tipo de *shock* de oferta puede influir en la extensión de la sobrevaluación de la moneda y las expectativas de inflación. De hecho, como sugieren los resultados de las series temporales presentadas anteriormente, al cerrar la desviación de la tasa de cambio real respecto a su nivel de equilibrio, un ajuste del tipo de cambio puede reducir las expectativas de una inflación más elevada. Por lo tanto, al inicio del programa de estabilización, la decisión de lograr que la tasa de cambio nominal flote y luego intervenir en el mercado monetario para lograr la SCRER puede desencadenar presiones inflacionistas a corto plazo; sin embargo, lo que se espera es que con un movimiento que avanza hacia una tasa de cambio real competitiva, los riesgos de devaluación disminuyen para reorientar positivamente las expectativas de inflación en un mediano a largo plazo.

La realineación de precios relativos y la contención de las expectativas de inflación no serán capaces de impedir presiones inflacionarias si las políticas fiscales y monetarias son inconsistentes con el objetivo de mantener las presiones inflacionarias bajo control. El punto es que, en una economía en la cual la inflación ya se está acelerando y está disminuyendo la demanda por dinero, una expansión irrestricta del crédito local por el Banco Central se enfrentará al creciente deseo de las personas de poseer activos alternativos, que en el caso de Venezuela son mayormente escasos. En algunos casos, el mercado de alimentos, para las personas más pobres, el mercado de activos alternativo. En otros casos, para aquellos que tienen mayor acceso a la moneda dura extranjera, la moneda local sufre el ataque. El problema se agrava por los controles del gobierno sobre las tasas de interés —que han permanecido altamente negativas— y los activos financieros disponibles¹⁵.

¹⁵ Hausmann (1999) evalúa los dos *shocks* externos negativos que ocurrieron en Venezuela en 1982-1985 y 1986-1989, y explica las variantes de estas dinámicas en términos de una serie de estrategias defensivas por parte de los agentes privados.

Como resultado, los mercados donde el suministro está restringido responderán a un incremento no programado de la oferta de dinero con incrementos de precio agudos.

La relación positiva que encontramos entre la brecha de producción y la inflación puede estar reflejando situaciones donde una expansión menor de la demanda no será equiparada por un incremento en la producción efectiva sino más bien por un incremento del nivel de precios. A pesar de que no es fácil medir e interpretar la brecha de producción en una economía llena de cuellos de botella, lo que parece estar sucediendo en la economía venezolana es que muchos sectores con capacidad disponible están enfrentando restricciones de suministros¹⁶. Por lo tanto, desde un punto de vista de políticas, parece claro que mientras las reformas trabajan para eliminar alguno de estos cuellos de botellas, el monitoreo de los agregados monetarios y la política monetaria en general juegan un rol preponderante en la lucha contra la inflación.

La importancia del coeficiente de inflación rezagada indica que en Venezuela persiste la inflación. Esto no es un resultado nuevo. Empezando con los trabajos fundamentales de Edwards (1993), Zambrano, Riutort y Páez (1996) y Dorta, Guerra y Sánchez (1997), los estudios empíricos han arrojado evidencia sobre la presencia de componentes inerciales en los procesos inflacionarios en Venezuela. Más recientemente, los estudios realizados por Guerra, Olivo y Sánchez (2002); Álvarez, Dorta y Guerra (2002); Zambrano y López (2003), Maldonado (2011) y Contreras y Guarata (2013), muestran que, entre otros factores, la tasa de inflación se mueve mucho en respuesta a la inflación rezagada. De manera acorde, la indexación retroactiva informal, la falta de sincronización de precios y una política monetaria complaciente hacen que la inflación sea menos sensible a la demanda y que también esté determinada por su propia historia. La existencia de ajustes de precios escalonados

¹⁶ El control de cambios y la compresión de las importaciones probablemente afectarían la producción local. Por lo tanto, el estancamiento productivo se debe a la vinculación de la oferta con el sector externo.

y de contratos indexados informalmente con rezagos variados implica que, en cualquier momento, habrá una dispersión significativa de precios relativos en la economía con algunos precios recién reajustados y otros rezagados muy por detrás. En estas circunstancias, incluso un proceso de liberalización súbito tomaría algunos precios en sus valores pico y a otros en su punto mínimo. Dichas desalineaciones de precios crearían inevitablemente presiones inflacionarias adicionales, ya que los hábitos preexistentes de ajuste de precios seguirían forzando la subida de los precios rezagados.

La persistencia también denota hasta qué punto los valores futuros de inflación están relacionados con los *shocks* pasados o, en otras palabras, la velocidad de ajuste hacia el valor de largo plazo. De manera consecuente, la medida de la persistencia de la inflación es una preocupación de los formuladores de políticas y los miembros del Banco Central, ya que el costo de la desinflación depende de ella. Si la persistencia es alta, el costo en términos de producto será importante y la inflación se dirigirá a un menor valor de largo plazo solo gradualmente. Por lo tanto, para diseñar un programa antiinflacionista óptimo, es crucial saber cómo lidiar con el componente inercial.

Como quedó demostrado durante los años ochenta y noventa en distintas experiencias latinoamericanas, ni los controles de sueldo ni la confiscación de activos son útiles para lidiar con la persistencia de la inflación. Una mejor idea para los países que sufren de inflación crónica y acelerada es mover la economía a un valor de referencia unificado. Este fue el camino seguido, por ejemplo, en Brasil, en donde Fernando Henrique Cardoso presentó al país el Plan Real, el 7 de diciembre de 1993¹⁷.

En resumen, la idea sería instituir un proceso de reforma monetaria en la cual las autoridades gubernamentales introduzcan una unidad

¹⁷ El Plan Real fue, en resumen, un programa de estabilización de tres pilares y de tres etapas con un mecanismo de presupuesto equilibrado, una unidad de cuenta estable para alinear los precios relativos más importantes de la economía, y la conversión de esta unidad de cuenta en una tasa de paridad fija con el dólar estadounidense.

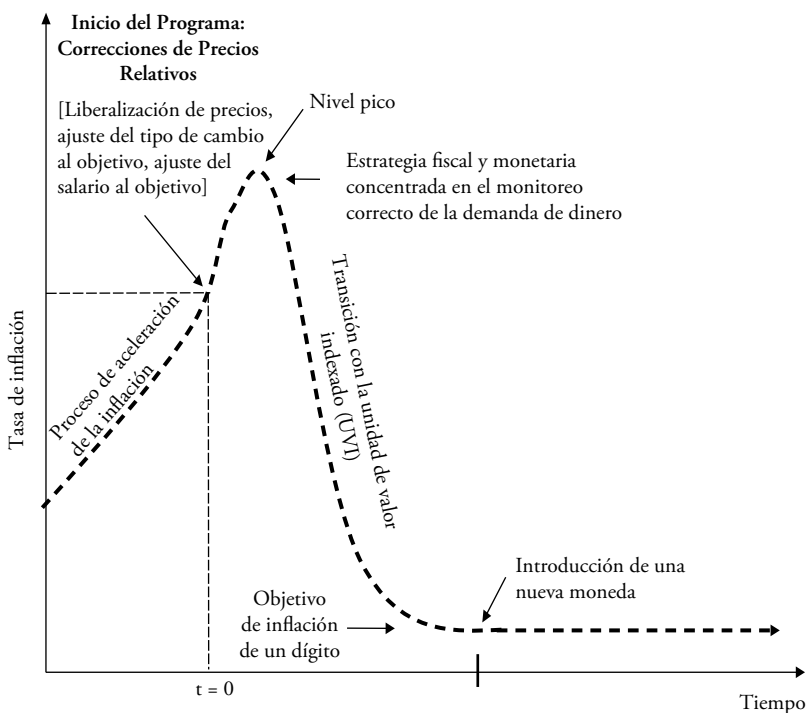
de cuenta local o una unidad de valor indexado (UVI), con un valor de tasa de cambio virtual de $1 \text{ UVI} = \text{US\$ } 1.00$. El valor monetario local inicial de esta unidad de cuenta sería igual a la tasa de cambio de paridad que resulta del proceso previo de flotación administrada y de un tipo de tasa de cambio real objetivo. Este valor, a su vez, se reevaluaría cada día junto con la tasa de inflación corriente. Específicamente, el valor de la UVI sería reajustado según la evolución de la tasa de inflación mensual pasada interpolada diariamente. Este valor relativo sería publicado por las autoridades gubernamentales cada día. Esencialmente significa que todos los contratos y ajustes de precios de la economía podrían, desde ese momento en adelante, indexarse diariamente. Por lo tanto, según un conjunto de reglas preespecificadas, todos los contratos de precios y salarios se convertirían en múltiplos de esta unidad de valor, reemplazando de esta manera todos los contratos existentes previos, que fueron establecidos según reglas de ajustes de precio distintas, durante otros periodos superpuestos y en otros plazos. Cuando la estabilización empieza formalmente y la inflación converge gradualmente hacia un solo dígito, la unidad de cuenta (vinculada al dólar) se vuelve la nueva moneda a una paridad de uno con uno frente al dólar¹⁸.

El propósito de este pilar del plan es encontrar un mecanismo para alinear los ajustes de los precios relativos más importantes en la economía y llevar a cabo una conversión de precios y contratos coordinada con una nueva moneda estable. En este caso las autoridades monetarias se comprometen luego a un proceso gradual de conversión monetaria. Por lo tanto, si una monetización del déficit del sector público en una economía de oferta restringida lleva en general a la inflación, la expansión monetaria guiada por un incremento de la demanda por saldos nominales sería la respuesta natural a un proceso de total indexación.

¹⁸ Esto no implicaría que la nueva moneda permanecería fija en una paridad de uno a uno o que nuevas adiciones a la oferta de dinero deberían ser respaldadas por adiciones de dólares al fondo de reservas internacionales. Ya dijimos que en términos de política cambiaria el compromiso de las autoridades monetarias es mantener una SCRER.

En resumen, para controlar la inflación proponemos un plan que incluye tres pasos: (i) un enfoque «big bang» orientado a eliminar todas las distorsiones de precio relativos, incluyendo la tasa de cambio real sobrevaluada; (ii) una estrategia fiscal y monetaria centrada en el monitoreo correcto de la demanda de dinero para evitar expansiones irrestrictas de la oferta de dinero y (iii) un proceso de reforma monetaria que se realice durante algunos meses de adopción voluntaria de una nueva unidad de conteo, que se vuelva luego la moneda nacional. El gráfico 7 muestra la manera como visualizamos la transición hacia un escenario de menor inflación.

Gráfico 7. Transición hacia una menor inflación



DESAFÍOS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La inflación extremadamente alta, las crecientes restricciones del gasto del gobierno y un mal entorno de negocios, combinados con severas restricciones del lado de la oferta, harán que la recesión venezolana se prolongue y persista en el futuro. Sin un cambio de las políticas, será más difícil lograr la recuperación económica, ya que el camino de la expansión de la producción venezolana depende tradicionalmente de los precios del petróleo y de la capacidad del gobierno de fomentar las ganancias de las divisas.

Por supuesto, el éxito del «plan antiinflacionista» y el súbito fin de la inflación tienden a reactivar la actividad económica, pero no se puede esperar mucho del gasto gubernamental ya que los precios de la energía permanecerán probablemente bajos en los próximos años. Por lo tanto, es poco probable que la recuperación económica en Venezuela alcance tasas precrisis a menos que se lleven a cabo reformas del lado de la oferta.

Quizá el aspecto más sorprendente del proceso de ajuste pos 2013 tras el déficit de pagos externos ha sido la imposición de un grado extremo y sin precedentes de compresión de la importación sobre el sector privado. En otras palabras, la escasez de materia prima importada, de componentes o de repuestos puede ser considerada la mayor restricción fija a la productividad local. El mantenimiento de estas restricciones de importación ha llevado a la economía a un nuevo equilibrio caracterizado por una producción real permanentemente menor. Si la recuperación de la producción se considera una prioridad absoluta, se necesita rápidamente liberar los controles de cambio en todas las transacciones comerciales y eliminar las restricciones a las importaciones. La respuesta productiva de la eliminación de estas restricciones cuantitativas debería ser incluso más alta que la respuesta a los incentivos en los precios. Los esfuerzos para unificar la tasa de cambio y permitir la convertibilidad de la cuenta corriente en un entorno de régimen cambiario competitivo deberían verse como una oportunidad para la producción de transables por los menos a mediano plazo.

Una intervención estatal masiva en la economía y un marco legal y normativo volátil hace que Venezuela presente un clima difícil para las empresas locales y extranjeras. El proyecto del gobierno de institucionalizar el «socialismo del siglo XXI» en Venezuela ha puesto énfasis en una actividad económica manejada por el estado y se ha apoyado en una regulación pesada, y dispareja de la economía, degradando el entorno operativo e incrementando los riesgos para los negocios del sector privado.

El gobierno venezolano ha nacionalizado empresas en los diversos sectores durante los últimos años, usando dichas expropiaciones como un pilar de su proyecto de institucionalizar el socialismo en Venezuela. Los sectores afectados han incluido: agricultura, producción de alimentos, productos químicos, construcción, electricidad, finanzas, manufactura, minería, petróleo, puertos, sector inmobiliario, acero, telecomunicaciones y transportes. Algunas estimaciones indican que el gobierno ha expropiado más de 1170 negocios privados desde 1998¹⁹. Obuchi, Lira y Abadí (2011) señalan que, entre 2007 y 2010, el gobierno venezolano pagó alrededor de US\$ 23 mil millones por expropiaciones y adquisiciones. La mayor parte de estas transacciones no solo han debilitado la producción nacional de productos y servicios básicos, sino que este modelo ha llevado a las firmas nacionales al borde de la banca rota. Los ejemplos en el sector alimentario y de la red de distribución nacional son emblemáticos. Al inicio del año 2016, después de anunciar el desmantelamiento de las cadenas gubernamentales de distribución de productos alimenticios nacionales, así como la red de distribución del gobierno, el presidente Maduro exigió una reestructuración integral de los programas sociales de alimentos como la «Misión Alimentos».

La transición y el progreso hacia la privatización transformacional y de activos de muchas empresas públicas (ver Balcerowics, 1995)

¹⁹ Cifras de la Confederación Venezolana de Industrias (Conindustria).

deberían evaluarse como un requisito para la recuperación clave de la economía. La privatización de activos, que resulta de subcontratar o transferir activos a través del otorgamiento, concesión, o arriendo de una franquicia de largo plazo al sector privado, puede producir el rápido crecimiento de un nuevo sector privado. Por supuesto, el éxito de este proceso depende de la macroestabilización —resolver el problema de la inflación y la restricción externa— y de otros incentivos como la liberalización de precios. La privatización transformacional, que es la manera más clásica, puede asegurar una mejor estructura de gobernanza corporativa que la anterior, y esta diferencia estará reflejada en las distintas tasas de crecimiento potencial de la productividad de la empresa.

A pesar de que las incertidumbres relacionadas con las «reformas bolivarianas» introducidas por el gobierno que pueden afectar los derechos de propiedad privada han disminuido —después de que los vientos petroleros empezaron a afectar a Venezuela—, subsisten las tensiones en la relación entre los sectores gubernamental y privado. Las empresas tienen que enfrentar recaudación fiscal agresiva y cierres de negocios potenciales por violaciones de política fiscal e infracciones menores por parte de la Autoridad Fiscal Venezolana (SENIAT), cumplimiento agresivo de normas y regulaciones de protección del consumidor poco claras y cambios dramáticos (sin o con poco aviso) en las regulaciones que rigen los intercambios, la industria y el comercio, en un entorno de falta de certidumbre e independencia judicial. Venezuela se encuentra en el puesto 180 de 185 de economías en *Doing Business* 2013, y de acuerdo al índice de libertad económica de la Heritage Foundation, la puntuación de libertad económica de Venezuela es 38.1, colocando a Venezuela en el puesto 174 de economías libres para 2012.

Enfrentar todas las inadecuaciones del entorno de negocios simultáneamente es imposible, pero el país —y las autoridades gubernamentales en particular— tienen que realizar un importante esfuerzo para mejorar los incentivos y superar este clima económico para satisfacer las demandas sociales sin conflictos serios.

Responder por el lado de la oferta no solo significa una amplia desregulación y cambios institucionales para reducir las restricciones en la oferta, sino también una política razonable para levantar los controles de precio. Ya hemos sostenido que la política de controles de precio y topes a las ganancias probablemente ampliarán la variabilidad de precios relativos que, en un contexto de ajustes descendentes lentos de precios poco flexibles, alimenta la inflación, pero los controles de precio también desalientan el crecimiento productivo y la inversión que son tan necesarios. En general, las ventajas globales producto de la liberalización de precios son positivas. Probablemente es muy cierto que los efectos de bienestar puedan ser menores cuando se eliminan subsidios indirectos a través de controles de precio, pero hay dos efectos positivos de la liberalización de precios: menos colas y más producción. Incluso debería ser posible, en principio, compensar al segmento de la población de menor ingreso a través de subsidios directos y aun así lograr más bienestar general.

EL APOYO DE POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES

La estabilidad de la tasa de cambio real competitiva, la conversión de equilibrio voluntaria hacia la UVI —y todos los esfuerzos para contener la inflación— y un programa exitoso de recuperación económica, dependen mucho de la credibilidad del programa, con agentes económicos convencidos no solo de que existe un plan para resolver la compleja situación económica de Venezuela, sino también políticas monetarias y fiscales consistentes con los principales objetivos de política.

Se puede considerar que dos aspectos de la política monetaria son cruciales desde la perspectiva de un programa de estabilización y recuperación. Primero, que la política monetaria bajo los nuevos regímenes de tipo de cambio y moneda no debe ser usada como un mecanismo complaciente para financiar el déficit fiscal. En segundo lugar, que la capacidad del Banco Central de controlar la política monetaria puede declinar abruptamente en cuanto la reforma monetaria genere un súbito cese de la inflación y de la demanda de incrementos monetarios.

El primer aspecto implica una revisión de las operaciones del Banco Central en cuanto a financiamiento monetario del sector público. Esto a su vez implica que la causa principal de la expansión de la base monetaria en años recientes, el financiamiento continuo de la compañía pública PDVSA y otras compañías del Estado, debería resolverse²⁰. ¿Es posible? Para revelar la capacidad del gobierno de cambiar la postura fiscal y su influencia dominante en la política fiscal puede ser conveniente explorar los detalles.

En un entorno de inflación crónica y acelerada como es el caso de Venezuela, el gobierno central y en general las entidades públicas se protegen de la inflación través del gasto nominal ajustado a la inflación. En contraste, una cantidad importante de ingresos fiscales ordinarios en moneda local están amarrados con los ingresos petroleros en divisas. Mientras los precios del petróleo internacionales (e ingresos) estuvieron disminuyendo y la tasa de cambio nominal estuvo anclada, este componente de ingresos fiscales en moneda local no creció. Como resultado, la brecha fiscal se ha incrementado en los últimos años. A pesar de que no existe nada que las autoridades gubernamentales puedan hacer para revertir el precio del petróleo, un retorno rápido a una inflación menor, así como una unificación del tipo de cambio podrían cambiar esta situación de manera significativa. Como lo demostró Reisen (1989) hace mucho tiempo, en los países en vías de desarrollo altamente endeudados, una devaluación real disminuye el déficit presupuestal cuando los pagos de interés real por la deuda externa neta están por debajo del superávit presupuestal después de pago de intereses relacionado a transables. Esta es una situación que debe examinarse en el caso de las cuentas fiscales de Venezuela antes de actuar. Para estar seguros y propiciar

²⁰ En Vera (2015) demostramos que este *stock* acumulado de recursos líquidos —cuya contraparte se expresa como instrumentos de deuda de corto plazo— está altamente relacionado con el ratio entre M2 y reservas internacionales. Por lo tanto, una mayor liquidez que persiga el mismo volumen irrestricto de producción, y que perciba el mismo monto de dólares, tiene un impacto potencial tanto en la inflación como en las dinámicas de depreciación de la tasa de cambio.

este impacto —probablemente positivo— de la devaluación resultaría muy conveniente una acción de política discrecional, tal como reducir el gasto fiscal primario en divisas y el alivio de la deuda externa²¹.

Por lo tanto, siempre y cuando las compañías nacionales como PDVSA puedan resolver sus necesidades fiscales, no es necesario forzar al Banco Central a imprimir dinero para financiar el déficit público. Además, el Banco Central puede encontrar maneras de resolver de manera satisfactoria la deuda pendiente con PDVSA y otras entidades del sector público, intercambiando sus papeles de corto plazo ya emitidos (con una madurez máxima de un año) por nuevos bonos con un rango de madurez, por ejemplo, de 20 a 30 años. Para evitar la repetición de esta última situación, tiene que reformarse la ley del Banco Central de acuerdo con la Constitución, que debe prohibir dicho financiamiento monetario del déficit público para salvaguardar los logros de estabilización de corto plazo.

El segundo aspecto de política monetaria que merece consideración es que con una caída rápida en la tasa de inflación y la introducción posterior de una nueva moneda, la demanda de dinero real se incrementaría de manera significativa²². Esto, a su vez, implica que el sistema bancario y el Banco Central tienen que estar dispuestos a proporcionar la liquidez que se necesita para satisfacer cualquier aumento de la demanda de dinero. Prefijar objetivos de expansión monetaria bajo estas circunstancias debería ser difícil sino imposible.

Por lo tanto, la respuesta a la pregunta de cuales exactamente deberían ser los objetivos operativos de política monetaria es compleja. Inicialmente, para crear confianza y evitar presiones indebidas sobre

²¹ Un gobierno de una economía orientada al exterior como la venezolana, con un importante sector minero, probablemente se beneficie en mayor medida de una devaluación que una economía introvertida sin empresas públicas orientadas a la exportación.

²² Tanto los hogares como las empresas continuarán manteniendo moneda nacional, incluso en montos crecientes, en la medida en que consideren que una indexación total los protege de la inflación.

los precios y la tasa de cambio, las autoridades pueden comprometerse a cumplir objetivos estrictos para la base monetaria, pero esto puede resultar fútil más adelante, si la nueva moneda recibe una aceptación más alta de lo esperado.

En realidad, la respuesta a la misma pregunta es más fácil una vez que se ha logrado la estabilización. Siempre y cuando Venezuela retorne a un contexto de baja inflación, mayor confianza y libre convertibilidad, con un objetivo intermedio de una SCRER y suficientes reservas de divisas, se puede rediseñar un nuevo régimen de política monetaria. En este contexto, una autoridad monetaria independiente que tiene la inflación y la competitividad como sus objetivos de política fundamentales puede usar dos instrumentos bien conocidos: una tasa de interés de referencia e intervenciones esterilizadas.

Para evaluar la evolución reciente de la política fiscal se necesita buena información sobre las cuentas fiscales. Desafortunadamente, solo existe información limitada sobre los ingresos y desembolsos del gobierno. Los ingresos y gastos mensuales en efectivo del gobierno central eran publicados como parte del informe mensual del Banco Central en el pasado, pero esa publicación se discontinuó a mediados del 2012. La información anual se publica con un desfase de al menos dos años y sin detalle. Sin embargo, las estadísticas reconstruidas para el sector público consolidado (o restringido) indican que el déficit fiscal de Venezuela ha estado creciendo de manera estable durante la última década²³. Los datos proporcionados por BoAML (2016), por ejemplo, indican que el sector público ha mostrado consistentemente un déficit de dos dígitos desde el 2010, y muestra que el déficit sobrepasó el 20% del PBI en 2015 (ver tabla 5). De hecho, a nivel del sector público venezolano, las cuentas muestran diez años seguidos de déficit persistentes.

²³ La definición del sector público consolidado cubre solo el gobierno central y el monopolio petrolero público PDVSA. No existen datos disponibles sobre el sistema de seguridad social, los gobiernos regionales u otras empresas públicas. Ninguna de las series incluye los fondos fuera de presupuesto como Fonden o los Fondos Chinos.

Tabla 5. Cuentas fiscales (% de GDP)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gobierno central											
Gastos	25,9	29,8	25,6	25,7	26,5	22,9	26,4	28,4	28,8	24,7	22,9
Ingresos	27,5	29,7	28,6	24,5	21,4	19,3	22,5	23,5	26,8	23,4	17,4
Superávit primario	4,6	2	4,5	0,1	-3,7	-2,1	-1,8	-2,2	1,1	1	-3,5
Superávit financiero	1,6	0	3	-1,2	-5	-3,6	-4	-4,9	-2	-1,3	-5,5
Sector público restringido											
Gastos	33,3	38,8	35,8	34,5	33,2	31,6	39,5	47,1	47,1	45,9	44,5
Ingresos	36,3	36,4	31,8	30,3	23,4	21,2	27,9	29,7	30,2	33,1	23,5
Superávit primario	5,9	-0,3	-2,4	-2,8	-8,3	-8,6	-9,4	-13,5	-12,9	-9	-17,9
Superávit financiero	2,9	-2,4	-4,1	-4,2	-9,8	-10,4	-11,6	-17,4	-16,9	-12,8	-21

Fuente: BoAML (2016).

Los datos también mostraron que los problemas más significativos no se encuentran a nivel del gobierno central. Por el contrario, PDVSA parece estar en la peor situación fiscal. Para el año 2015, PDVSA representa 74% del déficit del sector público restringido. Esto es precisamente lo que explica el financiamiento monetario continuo de esta empresa pública. Como lo subraya Monaldi (2015), PDVSA estaba en mal estado financiero incluso antes del reciente colapso del precio del petróleo. Una excesiva recaudación fiscal, el desvío de recursos hacia fondos fuera de presupuesto y otras cargas sociales; el petróleo a cambio de créditos y otros contratos energéticos regionales, combinados con las ventas subsidiadas de productos y de crudo en el mercado local; han dejado a la empresa con un menores EBITDA. Una fuerte concentración de pagos de intereses y de amortización de deuda también han dejado a la empresa con un flujo de caja más débil (BoAML, 2016). Con los precios del petróleo actuales el flujo de caja de la empresa es negativo, por lo que no puede cumplir con sus obligaciones fiscales y sus planes de inversión. La situación financiera se complica cuando la brecha financiera de PDVSA se calcula en moneda local. Mientras que el gasto

se incrementa con la inflación (gasto nominal ajustado a la inflación), los ingresos en moneda local están amarrados a la tasa de cambio fija, un problema que ya ha sido señalado por Hernández (2016).

Una consolidación fiscal sostenible requerirá esfuerzos vigorosos a todos los niveles del sector público, pero probablemente una profunda reorganización de PDVSA, dada la situación financiera de la empresa y el costo creciente del crédito externo en el mercado. Incluso si toma tiempo llevar a cabo una reorganización duradera y una reestructuración de las empresas públicas, las acciones no deberían hacerse esperar si los formuladores de política quieren crear confianza en la nueva postura de política económica. Se pueden adaptar distintos tipos de gasto rápidamente para contener la situación financiera en el periodo de PDVSA. Una reducción de gastos beneficiosa implica enfrentar el gasto corriente en divisas. El gasto de PDVSA en divisas para alimentar fondos fuera de presupuesto y programas de gasto social no es el mejor ejemplo de transparencia y buen gobierno²⁴. Por consiguiente, se requiere una reorganización administrativa de estos programas fuera de presupuesto para que el gobierno pueda alcanzar las metas que se propone —económicamente sanas y socialmente realizables— y evitar el resurgimiento del gasto en divisas. La reestructuración o el refinanciamiento preventivo de deuda extranjera deberían estar entre las primeras acciones. Por lo tanto, al reducir el componente de divisas del gasto del sector público, ambas acciones de política mejorarían el impacto fiscal de la unificación de la tasa de cambio.

PDVSA puede apoyar las finanzas públicas al consolidar su propio presupuesto, pero también se necesita una estrategia fiscal para el gobierno central. A pesar de que los problemas estructurales en el sistema de impuesto pueden contribuir significativamente a los déficits fiscales en Venezuela, la generación de ingresos como resultado del incremento

²⁴ Manzano y Scrofina (2013) sostienen que estos vehículos han sido usados para evitar el presupuesto formal y han proporcionado al gobierno discrecionalidad y flexibilidad ya que no están vinculados a las mismas restricciones legales y asignaciones que el presupuesto formal.

de las tasas de impuestos puede ser limitada y contraproducente, particularmente ya que la economía está pasando por una recesión severa. Una mejor estrategia puede involucrar venta de activos, desregulación, eliminación de privilegios rentistas y reestructuración preventiva de la deuda (nacional y extranjera). Por supuesto, el problema es que el ajuste fiscal, como ha sido ilustrado por las tareas que requieren las ya mencionadas reformas del sector público, toma tiempo. Esto deja, al inicio del programa de estabilización y recuperación, algunos factores más allá del alcance de las autoridades fiscales que pueden ser críticos. Los más importantes son el impacto de la devaluación de la moneda, la respuesta de la actividad económica y de la recaudación de impuestos al levantamiento de los controles de precios y las reformas del lado de la oferta, y los efectos de una menor inflación en las cuentas del sector público. A pesar de que estos factores macroeconómicos tienen un impacto significativo en el equilibrio del presupuesto, es difícil evaluar los efectos cuantitativos, ya que pueden depender mucho de parámetros específicos y realidades institucionales desconocidas.

Este último punto merece más atención. La consolidación fiscal puede entrar en problemas cuando el déficit financiero corriente se usa como una medida única o fundamental del ajuste fiscal requerido. Esto es especialmente pertinente en economías como la venezolana, sujetas a enormes distorsiones de precios relativos, alta inflación y profundas desaceleraciones. Si no se toman en cuenta los efectos del desfase de tasa de cambio, tasa de inflación y el tamaño de la desaceleración económica, puede sobreestimarse el déficit y la magnitud del ajuste.

Finalmente, a pesar de que se necesita algún grado de corrección fiscal a todos los niveles del sector público, es claramente necesario preservar y, si es posible, incrementar parte del gasto del gobierno en un paquete de redistribución de los subsidios directos y otras transferencias físicas y monetarias, incluso cuando se contiene el gasto total. Esto es especialmente cierto en un periodo de correcciones de precios relativos, de unificación de tasa de cambio y otras liberalizaciones cuando

es razonable esperar un aumento general de estrés social. El gasto en desarrollo social y programas contra la pobreza, a pesar de las conocidas fugas e ineficiencias actuales, puede ser bastante efectivo para aliviar el sufrimiento si se revisa de forma adecuada. Aquí no abordaremos propuestas prácticas ni específicas al respecto.

OBSERVACIONES A MODO DE CONCLUSIÓN

Es necesario repetir que al final de la expansión económica la semilla de la crisis que Venezuela está enfrentando hoy en día tiene muy poco que ver con los desarrollos externos del mercado petrolero. Por años, la economía venezolana estuvo basada en un modelo de expansión fiscal masiva influenciado por el superciclo del precio del petróleo y el control gubernamental de la renta petrolera. Esto generó incentivos para anclar la moneda, acentuar el rol del estado en la economía, y expandir un sistema complejo de sobrerregulación y controles sobre el sector privado. El sobredimensionamiento del Estado conllevó un enorme incremento de la deuda y otras obligaciones del sector público, mientras que los superávits de las cuentas corrientes del país se tornaron muy rápidamente en masivas fugas de capital del sector privado. Los mayores ingresos petroleros también fueron un catalizador de la toma centralizada de decisiones y una nueva estructura de gobernanza que llevó a un deterioro institucional general. Al final, las inconsistencias políticas y el deterioro institucional explican por qué Venezuela, contrariamente a otros países latinoamericanos y a pesar de su recurrente superávit en cuenta corriente, no logró acumular una mayor reserva de reservas internacionales de protección.

Algo preocupante y que indica dificultades crecientes es el hecho que desde mediados de junio de 2014 una baja de casi 72% en el precio del crudo y el creciente servicio de la deuda externa han hecho que la restricción de divisas se vuelva más fuerte, lo que dejó en ruinas las finanzas externas y públicas de Venezuela. Con una posición débil en activos externos y muy pocos recursos financieros, el servicio de deuda

por pagar en los próximos años planteará un gran reto. La situación presenta numerosos gatillos potenciales para un descontento social amplio que podría incluso acelerar el cambio de régimen. Las consecuencias económicas de la inacción en términos de políticas y de una mayor compresión de las importaciones, que resulta de una priorización continua del servicio de deuda denominado en dólares o de un desordenado incumplimiento de pagos, puede ser fuente de extrema tensión.

Las dificultades causadas por la mala gestión de políticas y la creciente caída de los precios del petróleo abren el camino para una estabilización y recuperación oportunas y necesarias. Este estudio pretende ser un paso en esa dirección.

Hemos sostenido que, en su formulación más temprana, el desarrollo de una estrategia económica para lidiar con la crisis debería prestar atención especial a la resolución de la restricción externa. A pesar de que las macrocorrecciones clave de precios relativos, específicamente la corrección del desfase cambiario real, parecen ser importantes en el caso venezolano, también se necesitan canales adicionales de suministro y apoyo de liquidez externa para restaurar el equilibrio. En el caso del mercado cambiario, por ejemplo, la liquidez es un tema importante. En el muy corto plazo, la disponibilidad de divisas —para el funcionamiento normal del mercado cambiario— requiere cambios en la estructura institucional de gobernanza que gravita alrededor de los ingresos petroleros, así como la posibilidad de usar una estrategia de gestión de responsabilidad patrimonial extranjera que puede generar una masa crítica de recursos suficientes para compensar el muy bajo nivel de reservas internacionales. También se puede lograr espacio de política si se revisan los contratos petroleros que Venezuela mantiene con distintos países de América Latina y el Caribe.

Se necesita un espacio creciente de recursos líquidos para facilitar la transición inicial hacia el objetivo de una SCRER para tener un programa de estabilización serio. Sin embargo, esto puede no ser suficiente. Al implementar y promover la estabilización y recuperación

de la situación venezolana actual, los cambios de política tienen mayor probabilidad de tener éxito y ser sostenibles si cuentan con ayuda del alivio de deuda y préstamos extranjeros. Hemos sostenido que la reestructuración de deuda que evita un incumplimiento de pago debería ser considerada como la opción más realista. Por lo tanto, en vez de esperar reestructuraciones de deuda desordenadas, dolorosas e impredecibles que ocurran después de un incumplimiento de pago, una mejor opción es llevar a cabo una reestructuración temprana de la deuda que prevenga el incumplimiento de pagos.

Ya que hoy en día la economía venezolana está restringida desde el punto de vista de la oferta —específicamente por una falta de importaciones de bienes intermedios y materias prima—, resolver la restricción de divisas y recuperar el sistema de incentivos de precio son pasos fundamentales para solucionar el problema de crecimiento productivo. Otras reformas que no implican precios son las que eliminan la intervención masiva del estado en la economía y el marco legal y regulativo volátil, y que pueden mejorar sustancialmente el clima de negocios para las empresas locales y extranjeras.

Si el control de la inflación es importante para el éxito y la sostenibilidad del nuevo régimen de divisas —incluyendo una tasa de cambio estable y competitiva—, también es cierto que mucho del reciente problema de aceleración de la inflación puede verse como relacionado con las dinámicas cambiarias paralelas, que resultaron del control de divisas disfuncional y de la restricción de divisas. Por lo tanto, la solución de un problema, puede verse, en principio, como parte de la solución de otro problema. Sin embargo, hemos expresado preocupación sobre los múltiples factores que afectan el comportamiento de los precios locales en Venezuela. Los cambios recurrentes pero no anticipados en los precios relativos —especialmente los precios administrados—, las expansiones desordenadas de la demanda agregada frente a sectores con oferta restringida, y la indexación informal con falta de sincronización en los ajustes de precio, juegan un rol importante en las dinámicas de la inflación.

En este contexto, un enfoque integral parece ser la mejor opción frente a las reglas monetaristas simplistas.

Una coyuntura crítica en el diseño de un esfuerzo de estabilización y reforma está relacionada con la política fiscal y monetaria. En el pasado, varios países latinoamericanos que sufrían de una inflación alta y acelerada experimentaron con políticas fallidas en las cuales las estabilizaciones cambiarias y las políticas de ingresos —a través del congelamiento de precios y controles— se usaron como sustitutos inadecuados del ajuste fiscal y monetario. Bacha y Dias Carneiro (1990) llamaron a este tipo de ajuste «intentos de estabilización expansiva». Desafortunadamente, Venezuela no es una excepción en este caso. Los controles de precios y los esfuerzos por estabilizar la tasa de cambio (como ancla nominal contra la inflación) han fallado como mecanismos de estabilización de la inflación, mientras que la expansión fiscal y monetaria ha enfrentado una economía plagada de cuellos de botella productivos, que en parte absorbe las expansiones de la demanda mediante ajustes de precios.

Venezuela enfrenta una enorme brecha fiscal y la información y los datos muestran que los mayores problemas los tiene PDVSA. Para cerrar la brecha —en un caso clásico de dominancia fiscal—, el Banco Central ha estado financiando a la compañía petrolera. Este financiamiento ha sido un factor clave en el gran salto de los agregados monetarios. En contra de esta situación incómoda, hemos señalado distintos tipos de medidas de gasto que pueden ser adaptadas rápidamente para contener el deterioro de la situación financiera de PDVSA. Hemos sido más cautelosos respecto de la brecha del gobierno central. Durante un periodo de correcciones de precios relativos, unificación cambiaria, y otras liberalizaciones, es razonable esperar un posible incremento de las tensiones sociales. Por lo tanto, una política de compresión del gasto total del gobierno debe combinarse con una reasignación simultánea de los recursos públicos a favor de transferencias y subsidios directos que proporcionen un alivio muy necesario para la población general y otorguen respaldo al programa.

BIBLIOGRAFÍA

- Abadí, Anabella, Bárbara Lira & Richard Obuchi (2011). *Gestión en rojo: evaluación de desempeño de 16 empresas estatales y resultados generales del modelo productivo socialista*. Colección Políticas Públicas. Caracas: Ediciones IESA.
- Álvarez, Fernando, Miguel Dorta & José Guerra (2002). Persistencia inflacionaria en Venezuela: evolución, causas e implicaciones. En José Guerra (ed.), *Estudios sobre la inflación en Venezuela* (pp. 71-96). Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Aron, Janine & John Muellbauer (2009). Monetary policy and inflation modeling in a more open economy of South Africa. En Gill Hammond, Ravi Kanbur y Eswar Prasad (eds.), *Monetary policy frameworks for emerging markets* (pp. 275-308). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Asonuma, Tamon & Christoph Trebesch (2015). *Sovereign debt restructurings: preemptive or post-default*. Working paper No. 5605. Munich: CESifo.
- Bacha, Edmar & Dionisio Dias Carneiro (1990) Stabilisation programmes in developing countries: old truths and new elements. En Pranab Bardhan, Mrinal Datta-Chaudhuri y Rishikesha T. Krishnan (eds.), *Development and change: essays in honor of K. N. Raj* (pp. 170-195), Oxford: Oxford University Press.
- Balcerowicz, Lezcek (1995) *Socialism, capitalism, transformation*. Londres: Central European University Press.
- Ball, Laurence & Gregory Mankiw (1995). Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks. *The Quarterly Journal of Economics*, 110, 161-193.
- Ball, Laurence & Sandeep Mazumder (2011). *Inflation dynamics and the great recession*. Working paper No. 11/121. Washington D.C.: International Monetary Found.
- Bank of America Merrill Lynch (2016). *Venezuela viewpoint. The Red Book: 4Q15 edition*, febrero. <http://www.innovaven.org/quepasa/ecoper62.pdf>
- Barclays (2015). Venezuela: reducing generosity. *Emerging markets research*, marzo.
- Barclays (2016). Is China restructuring Venezuela's debt? *Emerging markets research*, febrero.

- Contreras, José & Norma Guarata (2013). Inflación y variación de precios relativos en Venezuela. *Economía*, 38(36), 85-122.
- Cukierman, Alex & Leonardo Leiderman (1984). Price controls and the variability of relative prices. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(3), 271-284.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2005). The Argentinean debt: history, default and restructuring. *Desarrollo Económico*, 45(178), 187-233.
- Dornbusch, Rudiger (1986). *Inflation, exchange rates and stabilization. Essays in international finance No. 165*. Nueva Jersey: International Finance section, Department of Economics, Princeton University. https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E165.pdf
- Dorta, Miguel, José Guerra & Gustavo Sánchez (1997). *Credibilidad y persistencia de la inflación en Venezuela. Documento de trabajo 11*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Edwards, Sebastian (1993). *Exchange rates, inflation and disinflation: Latin American experiences*. Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER.
- Energy Information Agency (2015). *Annual energy outlook 2015*. Washington D.C.: Departamento de Energía de los EE.UU.
- Fernández, León (2009). *Flexibilidad de precios en una economía con inflación: caso Venezuela. Documento de trabajo No. 107*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Frenkel, Roberto (2006). An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 573-591.
- Frenkel, Roberto & Lance Taylor (2006). *Real exchange rate, monetary policy and employment. Working paper No. 19*. Nueva York: United Nations Department of Economic and Social Affairs - DESA.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2007). Política cambiaria y monetaria después del colapso de la Convertibilidad. *Ensayos Económicos*, (46), 137-166.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2008). Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina 2002-2007. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 215-226.

- Gordon, Robert (1983). «Credibility» vs. «mainstream»: two views of the inflation process. En William D. Nordhaus (ed.). *Inflation: prospects and remedies, alternatives for the 1980s* (pp. 25-39). Washington D.C.: Center for National Policy.
- Gordon, Robert (1997). The time-varying NAIRU and its implications for economic policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 11-32.
- Gordon, Robert (1998). Foundations of the goldilocks economy: supply shocks and the time-varying NAIRU. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 297-346.
- Guerra, José, Víctor Olivo & Gustavo Sánchez (2002). El proceso inflacionario en Venezuela: un estudio con vectores auto-regresivos. En José Guerra (comp.), *Estudios sobre la inflación en Venezuela* (pp. 15-52). Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Hausmann, Ricardo (1999). Dealing with negative oil shocks: the venezuelan experience in the 1980s. En Paul Collier y Jan Willem Gunning, *Trade Shocks in Developing Countries. Volume 2: Asia and Latin America* (pp. 120-163). Oxford: Oxford University Press.
- Hernandez, Igor (2016). *La política petrolera en Venezuela: análisis, tendencias y propuestas*. Análisis 2/3. Caracas: Friedrich Ebert Stiftung. <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/caracas/12626.pdf>.
- López, Oswaldo & Omar Zambrano (2003). *Relación de corto y largo plazo entre Agregados Monetarios e Inflación en Venezuela: algunas consideraciones empíricas*. Documento de trabajo 49. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Maldonado, Leonardo (2011). Globalización e inflación: efectos de la brecha del producto externo sobre Venezuela. *Cuadernos del Cendes*, 28(78), 67-94.
- Manzano, Osmel & José Scrofina (2013). *Resource revenue management in Venezuela: a consumption-based reduction strategy*. NRGi report. Nueva York: Natural Resource Governance Institute. <https://resourcegovernance.org/analysis-tools/publications/resource-revenue-management-venezuela-consumption-based-poverty>
- Monaldi, Francisco (2015). *The impact of the decline in oil prices on the economics, politics and oil industry of Venezuela*. Policy paper for the Center on Global Energy Policy. Nueva York: Center on Global Energy Policy,

- Columbia SIPA. http://energypolicy.columbia.edu/sites/default/files/Impact%20of%20the%20Decline%20in%20Oil%20Prices%20on%20Venezuela_September%202015.pdf
- Olivera, Julio (1960). La teoría no monetaria de la inflación. *El Trimestre Económico*, 28(4), 616-628.
- Olivera, Julio (1964). On structural inflation and Latin-American «structuralism». *Oxford Economic Papers*, 16, 321-332.
- Páez, Karina, Matías Riutort & Luis Zambrano (1996). Financiamiento del gasto fiscal, dinámica monetaria e inflación en Venezuela. *Temas de Coyuntura*, (33), 145-184.
- Rapetti, Martín, Arslam Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic growth: are developing countries different? *International review of applied economics*, 26(6), 735-753.
- Rapetti, Martín, Arslam Razmi & Peter Skott (2012a). The real exchange rate and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(2), 151-169.
- Reisen, Helmut (1989). *Public debt, external competitiveness, and fiscal discipline in developing countries*. Princeton Studies in International Finance No. 66. Nueva Jersey: Princeton University. https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S66.pdf
- Rodrik, Dani (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Simonsen, Mário (1970). *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Río de Janeiro: Apec Editora.
- Vera, Leonardo (2015). Venezuela 1999-2014: macro-policy, oil governance and economic performance. *Comparative Economic Studies*, 57, 539-568.

NOTAS SOBRE LOS AUTORES

Luciano Luiz Manarin D'Agostini

Hizo un posdoctorado en Macroeconomía y Econometría en la Universidad Federal de Río de Janeiro y es doctor en Desarrollo Económico por la Universidad Federal de Paraná. Es economista, profesor y visita con frecuencia el curso de Economía Monetaria en la Fundación Getúlio Vargas en Río de Janeiro. Fue alumno visitante del Doctorado en Métodos Numéricos Aplicado a la Ingeniería y Estadística de la Universidad Federal de Paraná (2006-2010). Es integrante del Grupo de Investigación Macroeconomía Estructuralista del Desarrollo/UnB/CNPq. Es investigador del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro. Tiene experiencia en el área de economía, con énfasis en fluctuaciones cíclicas, finanzas públicas, proyecciones macroeconómicas, crisis financieras y econometría temporal multivariada. Investiga las áreas de inversiones en renta fija y variable, mercado inmobiliario, mercado de seguros, política económica monetaria y fiscal, tasas de interés, inflación y tipo de cambio. Contacto: lucianodagostini@yahoo.com.br

José Luis da Costa Oreiro

Es profesor del Departamento de Economía de la Universidad de Brasilia, profesor asociado de Economía en la Universidad Federal de Río de Janeiro, investigador de Nivel IB en el Comité Científico Nacional (CNPq) y líder del Grupo de Investigación Macroeconomía Estructuralista del Desarrollo, registrado en el CNPq. Es autor del libro *Macroeconomía del desarrollo: una perspectiva Keynesiana*. Contacto: joreirocosta@yahoo.com.br, jose.oreiro@ie.ufrj.br

Mario Damill

Es economista, formado en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires e investigador titular del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Es miembro de la Carrera de Investigador Científico del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de la Argentina (CONICET). Sus áreas de interés son: políticas macroeconómicas, dinero y finanzas, estabilización, crecimiento y desarrollo, deuda pública y macroeconomía de economías latinoamericanas. Contacto: damill@cedes.org

Oscar Dancourt

Cursó el Doctorado y la Maestría en Economía en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP), y se graduó como bachiller en Ciencias Sociales con mención en Economía en la misma universidad. Es profesor principal del Departamento de Economía de la PUCP, donde ejerce la docencia a nivel de pregrado y posgrado, y es investigador del Departamento de Economía y de CISEPA-PUCP. Se ha desempeñado como director (2001-2004) y vicepresidente del Banco Central de Reserva del Perú, y ha estado encargado de su presidencia del 2004 al 2006. Contacto: odancou@pucp.edu.pe

Ricardo Ffrench-Davis

Es doctor en Economía y magíster de la Universidad de Chicago e ingeniero comercial por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Recibió el Premio Nacional de Humanidades y Ciencias Sociales de Chile. Ha sido director de estudios y economista jefe del Banco Central de Chile; también fue cofundador y director de la Corporación de Investigaciones Económicas para América Latina (CIEPLAN). Es profesor titular en la Facultad de Economía de la Universidad de Chile. Dos de sus principales publicaciones son *Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: reformas y políticas económicas desde 1973* y *Reformas para América Latina: después del Fundamentalismo Neo-Liberal*. Contacto: rffrench@econ.uchile.cl

Roberto Frenkel

Es doctor Honoris Causa en Economía por la Universidad de Palermo (1998) y profesor honorario de la Universidad de Buenos Aires (2012). Tiene estudios de posgrado en Economía y Sociología del desarrollo en el Centro de Estudios del Desarrollo, Universidad Central de Venezuela. Es investigador titular del Área Economía del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y ha sido director de esta institución entre 1994 y 1998. Es director del Programa de Especialización en Mercado de Capitales, miembro del Consejo Académico y desde 1993 docente de la Maestría en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Ha sido director del Banco de la Provincia de Buenos Aires (1999-2003) y director del Centro de Investigaciones en Economía de la Universidad de Palermo (1996- 2001). Es consultor en diversos organismos internacionales y gobiernos: Cepal, PNUD, OIT, Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, OECD Development Centre, UNCTAD, ONUDI y BID. Contacto: frenkel@cedes.org

Diego Friedheim

Es licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Es asistente de Investigación en el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y lleva a cabo una ayudantía en Macroeconomía II en la Universidad de Buenos Aires. Sus áreas de interés son: políticas macroeconómicas, desarrollo económico, crisis financieras, historia económica y economías emergentes. Contacto: friedheimdiego@gmail.com

Jonathan Malagón

Ha cursado un doctorado en Economía en la Universidad de Tilburg, una maestría en Administración Pública en la Universidad de Columbia, una maestría en Banca en la Universidad Carlos III de Madrid y una maestría en Finanzas en la Universidad de Barcelona. Es economista graduado con honores de la Universidad Nacional de Colombia y administrador de empresas de la Universidad de Londres. Ha sido vicepresidente de la Asociación Bancaria de Colombia, director macroeconómico y sectorial de Fedesarrollo, gerente general del programa de telecomunicaciones sociales de Colombia, Compartel; asistente del CEO y economista jefe de Telefónica Colombia e investigador de ANIF. Ha sido profesor de las universidades Nacional, Javeriana, CESA, Externado y de los Andes, todas ellas en Bogotá. Ha publicado cuatro libros, decenas de ensayos académicos y un centenar de columnas de opinión. Contacto: jmalagon@asobancaria.com

José Antonio Ocampo

Es doctor en Economía por la Universidad de Yale y economista y sociólogo por la Universidad de Notre Dame. Es codirector del Banco de la República de Colombia y profesor (en licencia) de la Universidad de Columbia. Ha sido secretario general adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales y secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

En Colombia ha sido ministro de Hacienda, director del Departamento Nacional de Planeación, ministro de Agricultura y director de Fedesarrollo. Ha sido profesor titular de la Universidad de Columbia y la Universidad de los Andes, y profesor visitante de las Universidades de Cambridge, Yale y Oxford. Es autor de numerosos libros y artículos sobre teoría y política macroeconómica, desarrollo económico, comercio internacional e historia económica. Contacto: ocampo.joseantonio@yahoo.com

Martín Rapetti

Es doctor en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Es investigador adjunto del Consejo de Nacional de Investigaciones Científicas y Tecnológicas (CONICET), director de la Maestría en Economía de la Universidad de Buenos Aires e investigador asociado del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Sus áreas de investigación son macroeconomía, finanzas, desarrollo económico y economía latinoamericana. Sus trabajos han sido publicados en revistas y libros especializados como Cambridge *Journal of Economics*, *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, *International Review of Applied Economics*, *Journal of Iberian and Latin American Economic History* y *Journal of Globalization and Development*. Contacto: m.g.rapetti@gmail.com

Jaime Ros Bosch

Es magíster en Economía por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Es catedrático en la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, profesor emérito de la Universidad de Notre Dame y profesor asociado de El Colegio de México (Colmex). Además, forma parte del Sistema Nacional de Investigadores (SNI) del mismo país. Ha sido consultor del Banco Mundial, del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), de la Comisión

Económica para América Latina (Cepal), del Ministerio de Finanzas del Gobierno de Colombia y de la Subsecretaría de Planeación Industrial México. Sus publicaciones más recientes son *¿Cómo salir de la trampa del lento crecimiento y alta desigualdad?*, *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*, *Rethinking Economic Development, Growth, and Institutions* (Oxford University Press, 2013). Contacto: jaime.ros.1@nd.edu

Carlos Alberto Ruiz

Graduado con honores del pregrado y de la Maestría en Economía de la Universidad Nacional de Colombia, con estudios de maestría en Administración Pública de la Universidad de Columbia (Nueva York), un máster en Banca de la Universidad Carlos III de Madrid y otro en Finanzas de la Universidad de Barcelona. Ha sido jefe de estudios económicos de la Asociación Bancaria de Colombia, analista económico de Fedesarrollo, asesor del Ministerio de las TIC y profesor de la Universidad Nacional y de la Universidad Externado de Colombia. Ha publicado artículos en revistas académicas especializadas nacionales e internacionales. Contacto: caaruizma@gmail.com

Leonardo Vera

Es doctor en Economía de la Universidad de East London (Londres); magíster en Economía de la Universidad Roosevelt (Chicago) y licenciado en Economía de la Universidad Central de Venezuela. Ha sido director de investigación en Procompetencia, consultor económico para el Ministerio de Finanzas y el Parlamento Nacional, así como economista senior de la Oficina de Presupuesto del Congreso. Es profesor de Economía en la Universidad Central de Venezuela (UCV). Se desempeña también como profesor adjunto en FLACSO Ecuador y como editor asociado de la *Nueva Economía* (el diario de la Academia Nacional de Economía). Ha desarrollado trabajos teóricos y empíricos

de desarrollo en la macroeconomía, mercados financieros, la economía poskeynesiana y la política pública. Entre sus publicaciones recientes se encuentran *Stabilization and Growth in Latin America: A Critique and Reconstruction post-keynesian* y *Structuralist Perspectives* y *Nuevas estrategias nacionales de desarrollo: realidades y retos para Ecuador*. Contacto: leoverave@gmail.com

Se terminó de imprimir en
los talleres gráficos de
Tarea Asociación Gráfica Educativa
Psje. María Auxiliadora 156, Breña
Correo e.: tareagrafica@tareagrafica.com
Teléfono: 332-3229 Fax: 424-1582
Se utilizaron caracteres
Adobe Garamond Pro en 11 puntos
para el cuerpo del texto
julio 2018 Lima - Perú