



Capítulo 3

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill
Oscar Dancourt
Roberto Frenkel
Editores



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

**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)

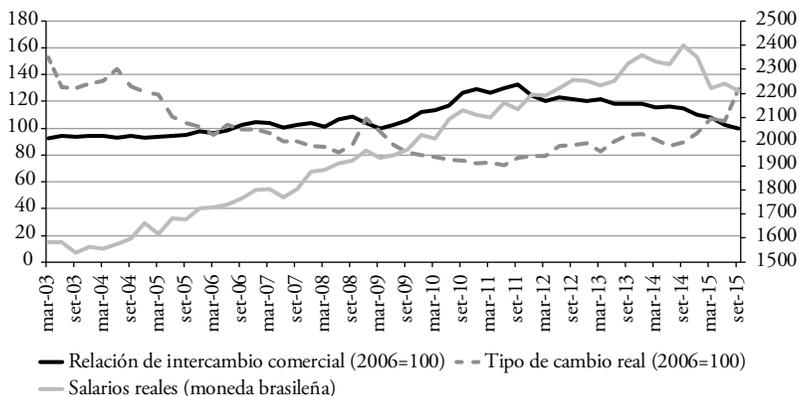
En 1999 se implementó un nuevo régimen macroeconómico en Brasil, justo después de la gran crisis monetaria que indujo la sustitución del sistema de bandas cambiarias por un sistema de tipo de cambio flotante en enero, que puso fin al «anclaje cambiario», decidido por Gustavo Franco cuando era presidente 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



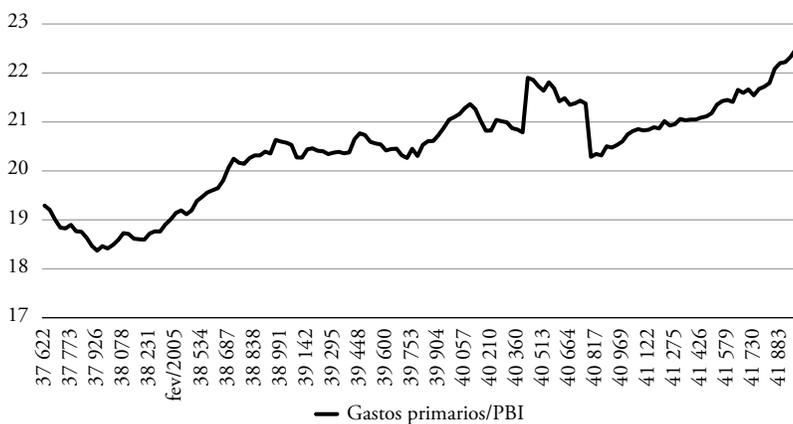
Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil.

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)

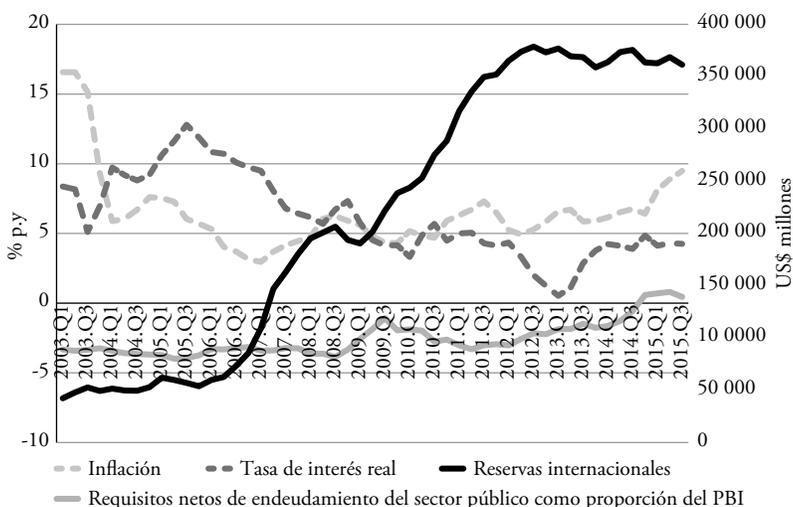


Fuente: elaboración propia con datos de Ipeadata.

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.

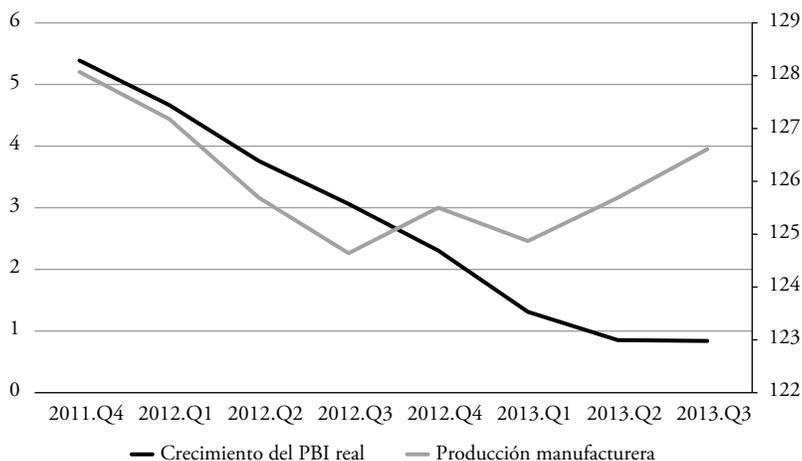
CAMBIO ESTRUCTURAL, ESTANCAMIENTO Y LA NUEVA MATRIZ MACROECONÓMICA (2011-2013)

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).

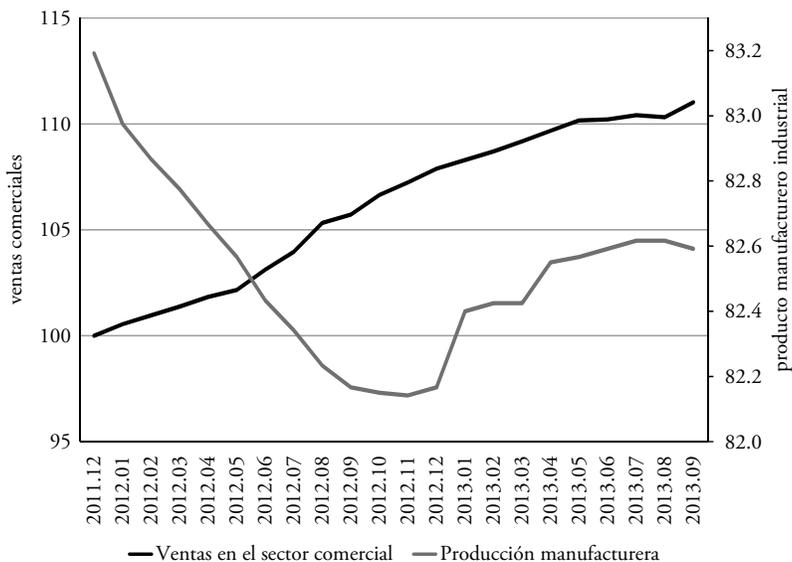
Desde IV2011 hasta III2013, la economía brasileña experimentó una fuerte desaceleración del crecimiento. De hecho, el promedio móvil de 12 meses del crecimiento del PBI real cayó de 5,39% por año en IV2011 a 0,84% por año en III2013.Q3. Además, el promedio móvil de 12 meses del producto de la industria 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.

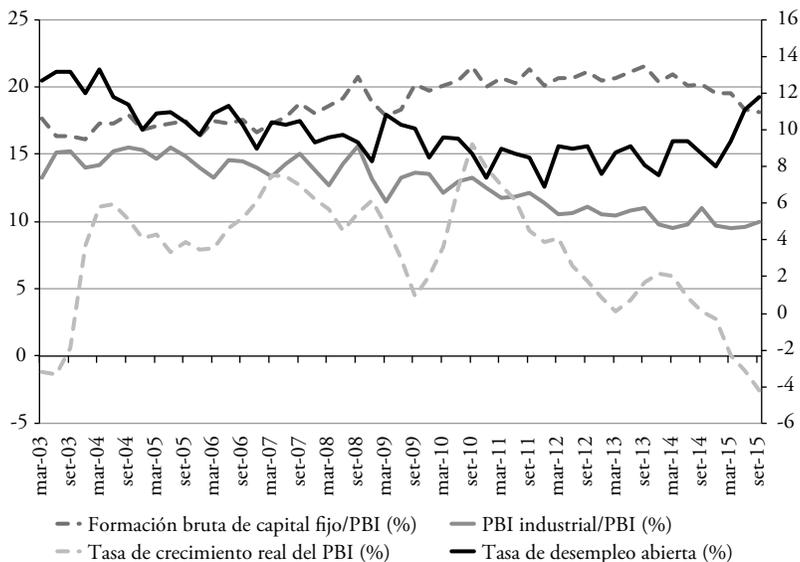
Una manera de ver que la desaceleración del crecimiento no se debió a una caída de la demanda agregada es comparar el comportamiento de las ventas en el sector comercial con el comportamiento del producto industrial manufacturero. Como podemos ver en el gráfico 5, a pesar de que el producto manufacturero 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 AUQUE 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.

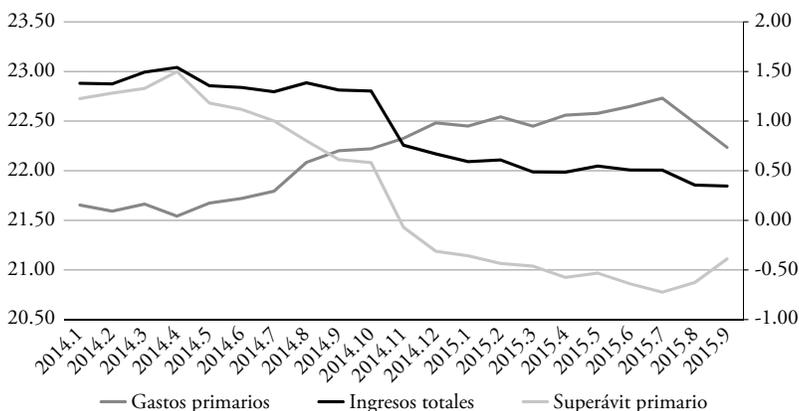
El fracaso de la nueva matriz macroeconómica, combinado con la aceleración de la inflación a partir del tercer trimestre de 2013, indujo al Banco Central de Brasil a poner fin a un periodo sin precedentes de menores tasas de interés reales y nominales. En el segundo semestre de 2013, la autoridad monetaria 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 trípede 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 trípede 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/opiniao/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.