

La desaceleración rudimentaria de la economía brasileña desde 2011¹

Franklin Serrano

IE/UFRJ

Ricardo Summa

IE/UFRJ

1. Introducción

La economía brasileña experimentó en la segunda mitad de los años 2000 un período de crecimiento más rápido, inflación controlada y una mejora en la distribución del ingreso y reducción de la pobreza debido a un gran cambio en las condiciones externas junto a un pequeño cambio, pero muy importante, en la orientación de la política macroeconómica interna. La medida de crecimiento del PIB en el período 2004-2010 fue de 4,5%, poco más del doble de lo observado en el período 1995-2003 (Serrano & Summa, 2011).

Sin embargo, a partir de 2001 viene ocurriendo una desaceleración del crecimiento económico, donde la tasa de 7,5% en 2010 fue progresivamente reduciéndose alcanzando 2,7% para el año 2011 como un todo. Lo que todo indica que el crecimiento del PIB debe ser todavía menor en 2012.

El objetivo de este artículo es argumentar que, al contrario de lo que ocurrió en el período de 2004-2010, la reciente reducción drástica de la tasa de crecimiento de la economía brasileña se debió relativamente más a cambios en la conducción de la política macroeconómica interna que a cambios en la situación externa.

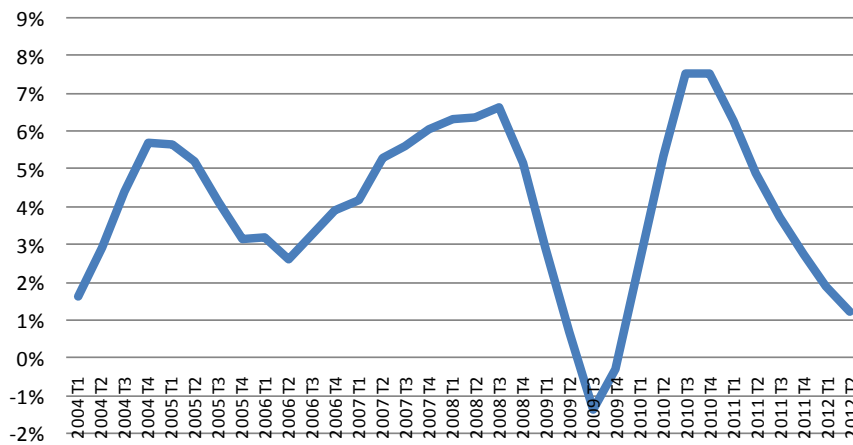
El resto del texto está organizado de la siguiente forma. La sección II muestra cuán fuerte fue la desaceleración reciente del crecimiento en Brasil. La sección III discute las posibles causas externas de la desaceleración. La sección IV discute las causas internas y, en particular, el papel de las decisiones de política monetaria y fiscal. La sección V discute la evolución de la inflación en Brasil y algunos de sus principales determinantes. La sección VI analiza críticamente la opción por el ajuste fiscal. La sección VII presenta observaciones finales.

¹ Los autores agradecen los comentarios de Carlos Medeiros y Fabián Amico a una versión anterior a este artículo. Los autores agradecen también al apoyo financiero del IPEA (PNPD), a todos los técnicos y asistentes de investigación de la Dirección de Macroeconomía de este instituto y en particular a Claudio Hamilton de los Santos por el acceso a datos y resultados de investigaciones todavía no publicadas. Como se observa por las referencias, este trabajo no habría sido posible sin las investigaciones y datos de la DIMAC/IPEA. No obstante, las ideas y opiniones aquí expuestas, como también los eventuales errores y omisiones son entera responsabilidad de los propios autores y no representan la opinión de la DIMAC o de sus miembros o de los amigos que agradecemos más arriba. Versión preliminar sujeta a revisiones, 28 de agosto de 2012.

II. La Reducción del Crecimiento

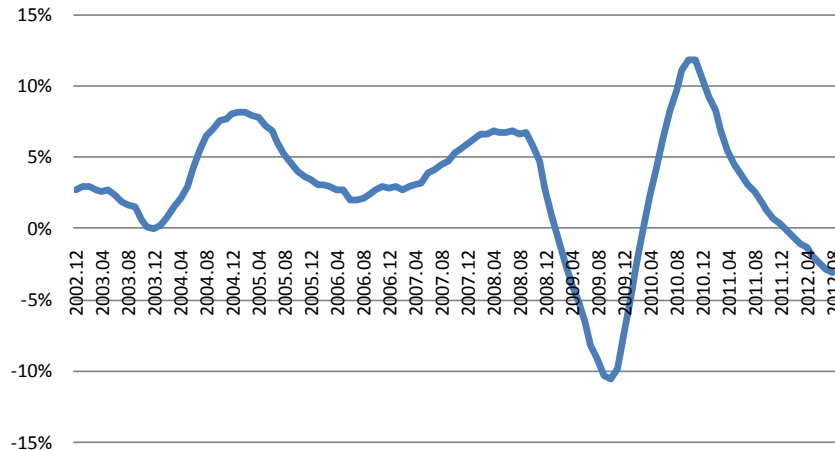
La reducción de la tasa de crecimiento del PIB fue muy rápida a partir del inicio de 2011. Partiendo de 7,5% el crecimiento acumulado en 12 meses cae para 1,8% en el primer trimestre de 2012 (gráfico 1). El crecimiento de la producción industrial cae de 10,56% en 2012 para 2,59% en 2011 y presenta una tasa de crecimiento (también acumulada en 12 meses) de **menos** 2,3% en junio de 2012. Como consecuencia de esta desaceleración del nivel de actividad, la creación de nuevos empleos formales también viene, con una cierta discrepancia, creciendo más lentamente, siendo que, a mediados de 2012 (en el acumulado de 12 meses) ya es la mitad de lo que era en el pico de mediados de 2010 (gráfico 3).

Gráfico1: Tasa de crecimiento del PIB
(acumulado en 12 meses)

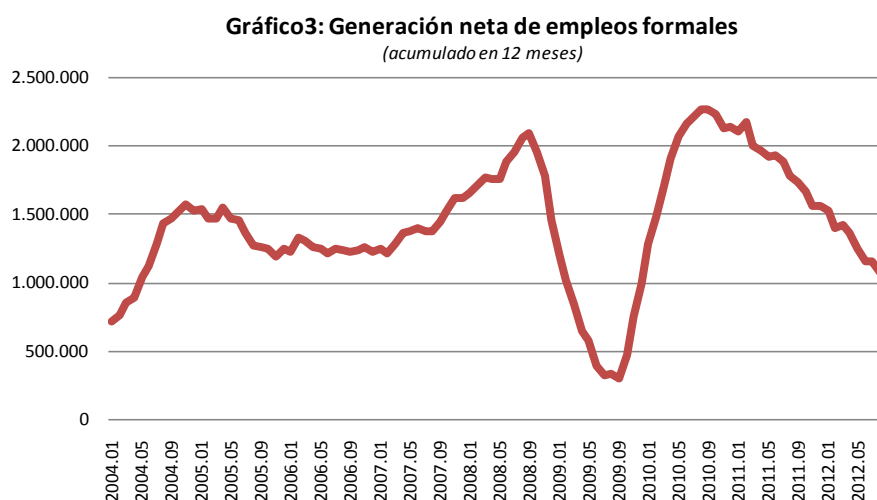


Fuente: SCN trimestrales/IBGE, IPEADATA.

Gráfico2: Producción industrial
(acumulado en 12 meses)



Fuente: PIM/IBGE; IPEADATA.



Fuente: CAGED/MTE; IPEADATA.

III. El Papel de los Cambios en el Escenario Externo

El crecimiento de la economía y del comercio mundial fue relativamente fuerte en 2010 cuando las economías de las diversas regiones se recuperaron de forma muy desigual de la crisis financiera mundial después de septiembre de 2008. No obstante, este crecimiento más alto no se sustentó en 2011 especialmente debido al bajo crecimiento de los países más avanzados. El crecimiento de la economía mundial cae de 4,1% para 2,7% entre 2010 y 2011. El crecimiento de los países desarrollados cae de 2,7 para 1,4% y de los países en desarrollo como un todo (de Asia, África y América Latina, incluida China) cae de 7,5 para 5,9%. Y (según el FMI) el crecimiento de América Latina como un todo (sin excluir a Brasil) cae de 6,2 para 4,5%. Esta desaceleración del crecimiento mundial, a su vez, redujo el crecimiento real del comercio internacional de bienes y servicios, que cae de 13,1 para 6,6% entre 2010 y 2011².

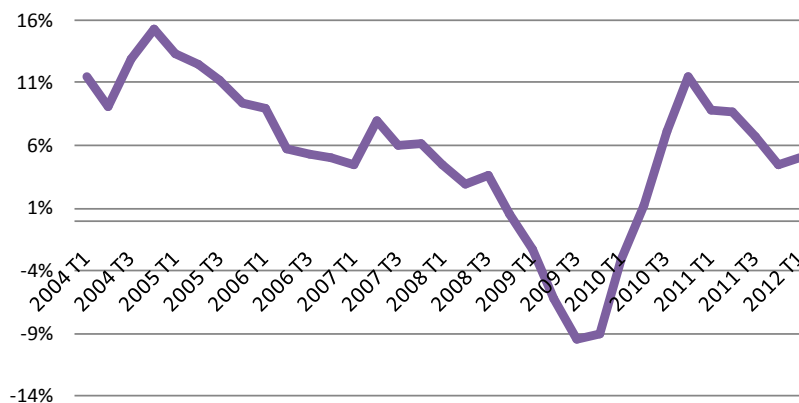
El ritmo del crecimiento de las exportaciones brasileñas fue muy afectado por esta reducción substancial del crecimiento de la economía mundial. En términos de volumen (quantum) hubo una reducción muy grande, de un crecimiento de 9,5% en 2010 para solo 2,9% en 2011.

Esta reducción considerable del crecimiento del quantum de exportaciones parece haber sido enteramente causada por la reducción de la demanda externa, dado que el tipo de cambio nominal con relación al dólar americano se desvalorizó un 8% del inicio al final de 2011 (gráfico 10), y también ocurre una mejora de los términos de intercambio de Brasil de también cerca de 8% causado principalmente por el fuerte aumento de los precios de las commodities mineras exportadas por Brasil, que provocó que los precios en dólares de nuestras exportaciones totales aumentaren 23% en 2011 (datos de Ipeadata).

La resultante final de esto fue una caída del crecimiento del valor real de nuestras exportaciones de 11,5 para 4,4% (gráfico 4, tabla 2).

² Los datos surgen de DESA-UN (2012)

Gráfico4: Tasa de crecimiento de las exportaciones
(acumulado en 12 meses)



Fuente: SCN trimestrales/IBGE; IPEADATA.

La caída del crecimiento real de las exportaciones tuvo, sin duda, un papel relevante en la desaceleración del crecimiento de la economía brasileña a partir de 2011, y esta caída parece haber sido enteramente determinada por la desaceleración en el crecimiento de la demanda y del comercio en la economía mundial.

El problema es que las exportaciones totales tienen un peso muy pequeño en la demanda agregada en Brasil (sobre el PIB están en el orden del 11%) y considerando que muchas de nuestras exportaciones tienen un contenido importado elevado (por ejemplo, minerales y aviones) el peso del valor adicionado de las exportaciones en la demanda agregada parece ser todavía menor (Freitas & Dweck, 2010), lo que torna difícil explicar una desaceleración tan grande de la economía brasileña solo por este canal de transmisión³.

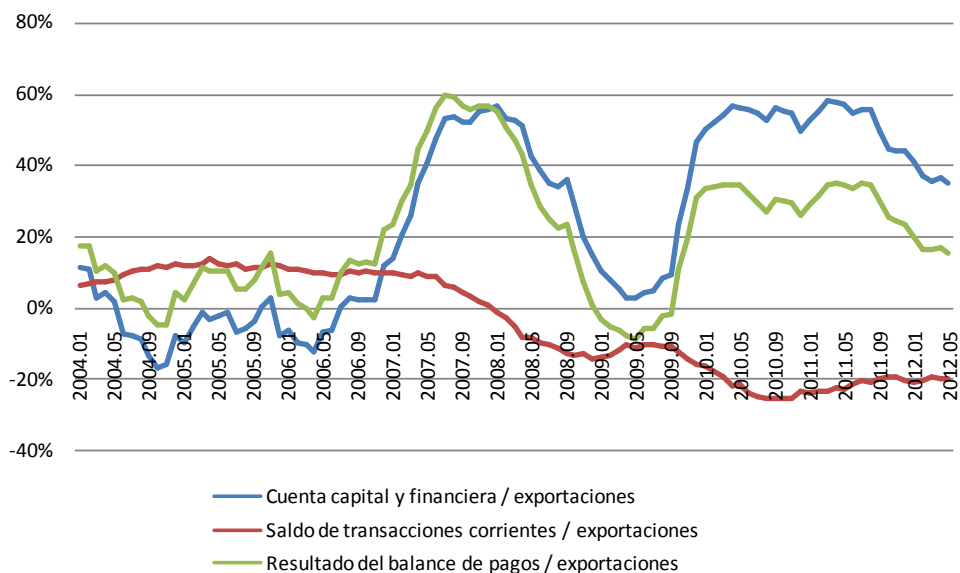
Además del comercio internacional, otro importante posible canal de transmisión de la situación de la economía internacional para el crecimiento de Brasil podría venir de un deterioro de la situación de las cuentas externas de la Balanza de Pagos del país. No obstante, a pesar de que el saldo de la Balanza de pagos, medido en relación a las exportaciones, se redujo un poco especialmente después del agravamiento de la crisis financiera en la Zona del Euro en agosto de 2011 (que marca el fin del ciclo de valorización nominal del tipo de cambio del Real), permanece positivo. En 2011 y 2012 hay una caída del flujo de capitales en relación a las exportaciones, además ocurrir también una reducción del déficit en transacciones corrientes. El resultado es que el saldo de la Balanza de Pagos se reduce, pero continúa siendo positivo (gráfico 5). Lo importante a señalar es que el saldo de la Balanza de Pagos todavía es positivo y que Brasil acumulo más de 60 billones de dólares de reservas en 2011, lo que no parece configurar una situación de dificultad de financiamiento externo (gráfico 6), que pudiese generar alguna desaceleración interna.

³ Por las cuentas nacionales del IBGE, la contribución de las exportaciones totales para la demanda agregada habría sido reducida en 0,77 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2011, mientras el crecimiento del PIB cayó 4,8 puntos porcentuales.

Finalmente, podría estar habiendo un deterioro en la situación de la deuda externa total (privada y pública) -sea en términos del tamaño del stock, sea en su perfil- con reflejos sobre la fragilidad financiera externa de la economía, lo que podría llevar una crisis de liquidez externa. Sin embargo, la deuda externa total, a pesar de haber crecido, viene siendo progresivamente reducida con relación a las reservas internacionales, siendo que a mediados de 2012 esa relación alcanza un 80%. Sobre el perfil de la deuda externa, la deuda externa de corto plazo en relación a las reservas internacionales se viene reduciendo desde 2004, y hoy se encuentra próximo al 10%, mostrando que estas relaciones no parecen también ser motivo de preocupación al punto de forzar al gobierno a reducir súbitamente el crecimiento de la economía (gráfico 7).

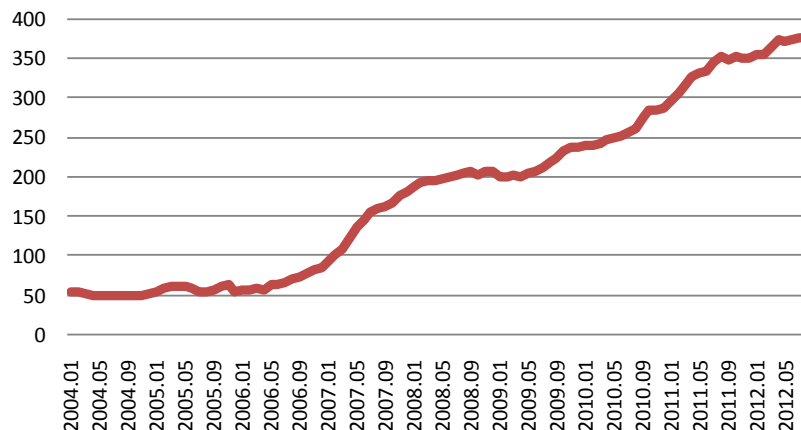
Por otro lado, hasta el momento, la desvalorización cambiaria no parece haber causado una crisis en bancos o empresas instaladas en Brasil (como fue el caso de varias grandes empresas brasileñas en la crisis de 2008 que estaban excesivamente endeudadas en dólares por motivos especulativos) y tampoco no ocurrió una caída repentina de los créditos comerciales internacionales (como la que hubo con la crisis de 2008) que pudiese explicar, por sus impactos en los gastos de empresas y financiamientos concedidos por los bancos privados, la rápida desaceleración del crecimiento del PIB brasileño en 2011-2012. De esta forma, al contrario de la crisis de 2008, en 2011, desde el punto de vista de las condiciones externas, el canal de comercio internacional parece (hasta ahora por lo menos) haber tenido más impacto sobre el crecimiento del PIB que el del canal financiero. Pero la caída del crecimiento, como fue visto arriba, fue muy grande para ser explicada solo por la caída de las exportaciones. Esto indica que debe haber también otras importantes causas internas para la desaceleración reciente de la economía brasileña.

Gráfico5: Relación entre saldo en transacciones corrientes, cuenta capital y financiera y balance de pagos
(en % de las exportaciones, acumulado de 12 meses)



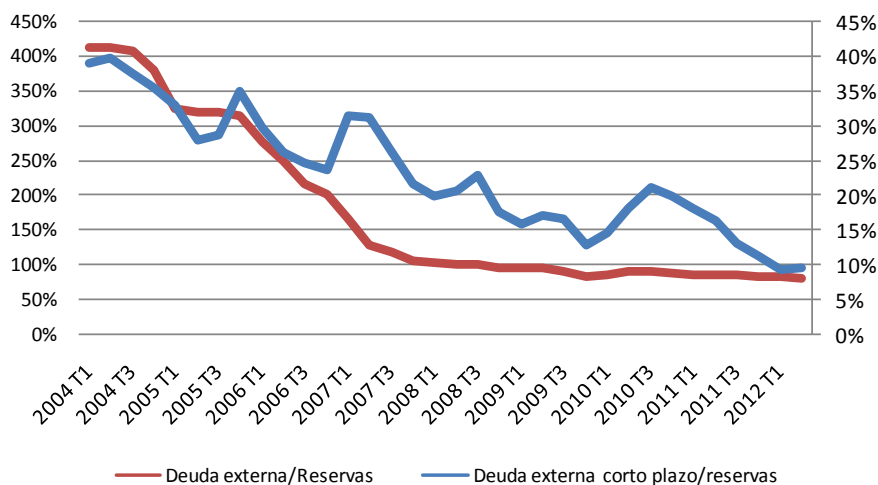
Fuente: BACEN/BP.

Gráfico6: Reservas internacionales
(en miles de millones de u\$s)



Fuente: BACEN.

Gráfico7: Deuda externa y deuda externa de corto plazo
(como % de las reservas internacionales)



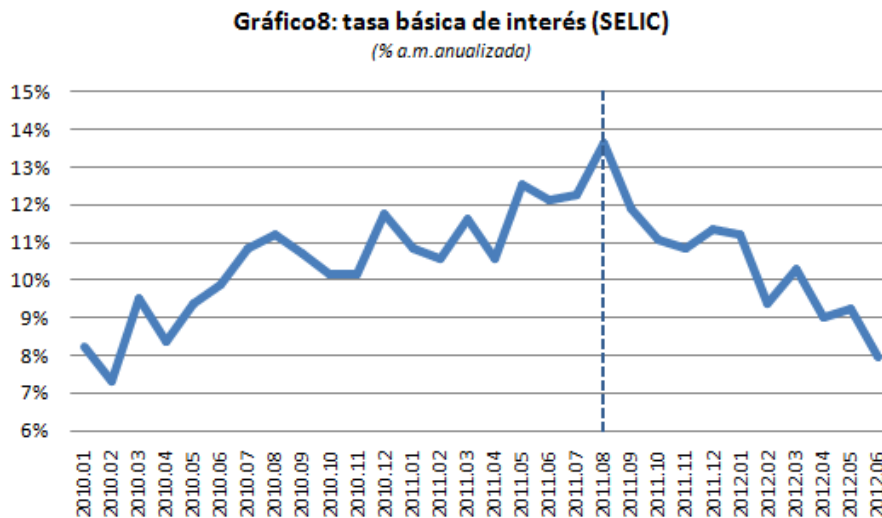
Fuente: BACEN/BP.

IV. Cambios en la Política Macroeconómica y la desaceleración

IV. 1 El aumento de los intereses y las medidas macro-prudenciales

Una vez confirmada la rápida recuperación de la economía debido a las medidas contra cíclicas adoptadas en 2009, el Banco Central comienza un ciclo de aumentos en la tasa de interés después de febrero de 2010 cuando la inflación acumulada en 12 meses sobrepasa el centro de la meta de inflación (4,5%), básicamente, causada por la rápida recuperación de los precios internacionales de las commodities importadas y exportadas por Brasil (gráfico 16). A lo largo

de este ciclo, que se extiende hasta agosto de 2011, a pesar de algunas oscilaciones, la tasa nominal de interés tiene una tendencia a aumentar y va desde 7,5% a.a. a 13,5% (gráfico 8)



Fuente: BACEN.

En seguida, como consecuencia del crédito al consumidor en términos reales, ya comienza a crecer menos rápidamente, pero el aumento de la tasa de interés no impacta inicialmente el crecimiento del crédito inmobiliario. El Banco Centra, decidido a reducir el crecimiento de la demanda más rápidamente y sufriendo presiones para no elevar el interés más rápidamente y valorizar todavía más el tipo de cambio, adopta, a finales de 2010 e inicio de 2011, medidas de control del crédito al consumidor. Estas medidas, a pesar de que algunas de estas hayan sido muy utilizadas en los años 1970, pasan a ser denominadas “macroprudenciales” después de la crisis mundial de 2008.

Estas medidas incluyeron: a) aumento de los requerimientos de encajes sobre depósitos en los bancos, lo que equivale a un impuesto y tiende a aumentar el spread de los bancos; b) aumento del capital mínimo de los bancos requerido para un conjunto de préstamos al consumidor de plazos más largos como financiamiento de automóviles con bajo valor de pagos de entrada (pero no préstamos inmobiliarios), que desestimula a los bancos a expandir estas líneas de crédito; c) aumento de los impuestos sobre operaciones financieras para el crédito al consumidor en general que aumenta la tasa de interés pagada por el consumidor, e d) aumento del porcentual mínimo de pagos de saldos de tarjetas de crédito, que tiende a reducir su uso para financiamiento por los consumidores (ver Prates&Cunha, 2012).

Las medidas macroprudenciales, junto con la elevación de la tasa básica de interés, de facto generaron algún aumento en la tasas de interés y en el spread del crédito al consumidor y, a pesar de no haber conseguido reducir el plazo medio de estos préstamos, disminuyeron sustancialmente la tasa de crecimiento real del crédito a las personas físicas de 11,59% en el 2010 para el 5,87% en el 2011 (Tabla 1).

Tabla1: Evolución del crédito al consumidor: variación del crédito, intereses, spread y plazos
(personas físicas)

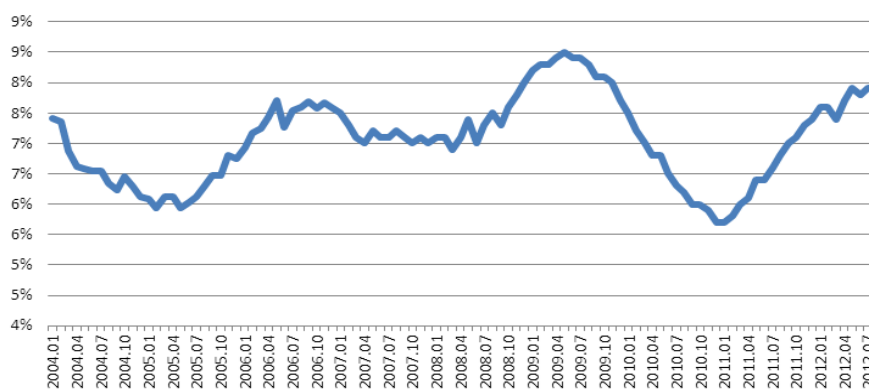
Data	Tasa de variación real del crédito	Tasa de interés (%a.a.)	Spread (%a.a.)	Plazo medio
2004	23,8	62,9	46,2	285,2
2005	32,8	61,4	43,2	302,3
2006	25,2	55,7	41,3	337,1
2007	24,2	47,7	36,3	404,7
2008	23,0	51,5	37,7	467,5
2009	13,9	46,8	36,4	477,2
2010	11,6	40,7	29,2	526,6
2011	5,9	43,8	31,4	559,0
Promedio 2004/2010	22,1	52,4	38,6	400,6

Fuente: BCB.

No es tan fácil entender la lógica de estas medidas. Si la preocupación era la estabilidad del sector financiero, es como mínimo curioso que el Banco Central se preocupe con una burbuja de consumo financiado por crédito, mientras que al mismo tiempo el gobierno incentiva al máximo la expansión del crédito inmobiliario que tiende a generar burbujas ciertamente más peligrosas. Si la prioridad era controlar la morosidad de los trabajadores y consumidores en general, el simultaneo encarecimiento y reducción de la disponibilidad del crédito personal parecen haber tenido el efecto previsible, en el momento de desaceleración del crecimiento del ingreso, de aumentar mucho y rápidamente los indicadores de intereses sobre ingreso mensual, servicio de la deuda sobre ingreso mensual a partir de inicio de 2011 (Ipea (2012a)). Como consecuencia, la tasa de morosidad de las personas físicas **augmentó** sustancialmente a lo largo del 2011, de 5,83% en el primer trimestre de 2011 para 7,53% en el primer trimestre de 2012 y 7,8% en el segundo trimestre de 2012 (grafico 9).

Gráfico 9: Tasa de morosidad

(personas físicas, en%)



Fuente: BACEN.

Por otro lado, si el objetivo prioritario de las medidas macroprudenciales era el control de la inflación, es como mínimo curioso que el Banco Central se esfuerce tanto en reducir el crédito específicamente para los mercados de bienes durables donde había una tendencia a la estabilidad nominal de los precios de estos productos en Reales (Braga & Martínez, 2012),

debido a la fuerte competencia de productos importados en un contexto que combinaba precios internacionales de estos bienes durables creciendo muy poco en dólares y valorización cambiaria, a lo que se suma las exenciones de impuestos indirectos promovidas por el gobierno en algunos segmentos de este sector (vehículos).

Asimismo, la opción de usar medidas macroprudenciales en vez de mayores aumentos de la tasa básica de interés elimina el principal canal de transmisión de la política monetaria en Brasil: el impacto del aumento del diferencial de intereses interno y externo sobre el tipo de cambio, y a partir de allí sobre los costos de todos los sectores, tanto a través de los precios de los comerciables, como por los efectos posteriores de las variaciones de los precios mayoristas sobre los índices de reajuste de servicios con precios monitoreados o administrados (Serrano & Summa, 2011).

Las medidas macroprudenciales ciertamente tuvieron efecto al reducir el crecimiento del consumo en general (y especialmente de bienes durables) y claramente no tuvieron ningún efecto sobre la dinámica de la inflación⁴, además de contribuir para un aumento de la tasa de morosidad. Aun así, las medidas fueron consideradas un éxito por todos y solo comienzan a ser revertidas a final de 2011 cuando el Banco Central percibe finalmente la extensión y la gravedad de la desaceleración del crecimiento en curso en la economía brasileña.

Algunos meses antes de comenzar a revertir las medidas macroprudenciales, en agosto de 2011, el Banco Central percibe el cambio en el escenario externo, revierte la dirección de la política monetaria y pasa a disminuir rápidamente la tasa básica de interés (ver gráfico 8). Las tasas de interés más largas cayeron rápidamente, mostrando que el mercado percibe este cambio de dirección del Banco Central como permanente. En el inicio de 2012, el gobierno fuerza los Bancos Públicos (Banco do Brasil y Caixa Económica Federal) a reducir fuertemente sus spreads. Este proceso lleva rápidamente, por medio de la competencia, también a la disminución de los spreads de los bancos privados, confirmando, por otro lado, la tesis de que los altísimos spreads bancarios en Brasil son sustentados por el relacionamiento colusivo y anti-competitivo entre los grandes bancos públicos y privados. Más recientemente, en mayo de 2012, el gobierno cambió las reglas de remuneración de las libretas de ahorro, eliminando un obstáculo institucional potencial para reducciones mayores de la tasa básica de interés.

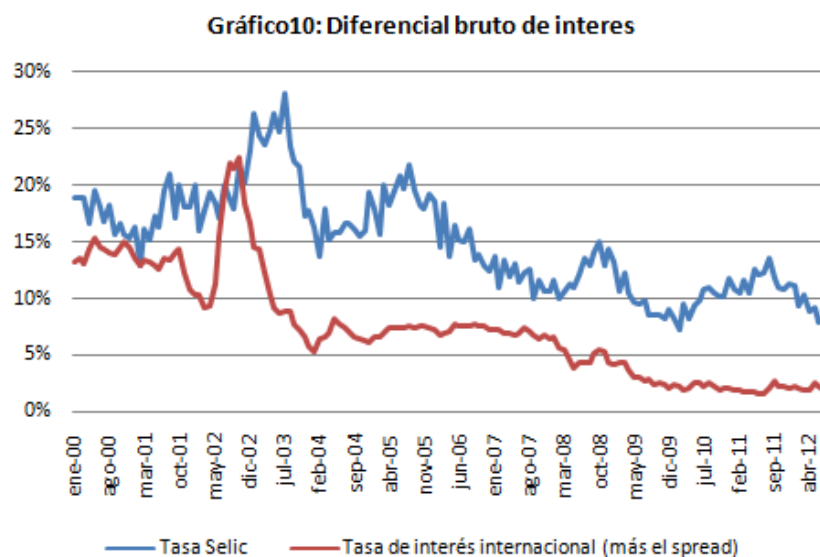
Asimismo, promovió en 2012 un conjunto de reducciones temporarias de impuestos indirectos para bajar el precio y estimular la compra de algunos bienes de consumo durables (inclusive automóviles). La fórmula de reajuste del salario mínimo real que se basa en la inflación del año anterior más el crecimiento del PIB de los dos años previos fue mantenida, lo que llevó a un aumento real del salario mínimo en torno de 9% en los dos primeros trimestres de 2012 (en comparación con los mismos trimestres de 2011). Estas medidas recientes de estímulo al crédito y al consumo, pues el efecto inicial de una reducción de las tasas de interés a los consumidores después de un ciclo de suba de intereses y aumento de la morosidad es el pago

⁴ Note que aún en la hipótesis bastante improbable de que hubiese en esta época una drástica restricción interna de capacidad productiva y/o de más improbables todavía una escasez de dotaciones de mano de obra o recursos naturales especializados solamente en la producción de bienes de consumo durables, el significativo grado de apertura y competencia externa en estos sectores impediría que estos fuesen foco de presiones inflacionarias. Medidas macroprudenciales de este tipo pueden ser bastante útiles para evitar el desperdicio de divisas externas con bienes no esenciales en situaciones de fuerte restricción externa, pero evidentemente no era este el caso de Brasil en 2010-1.

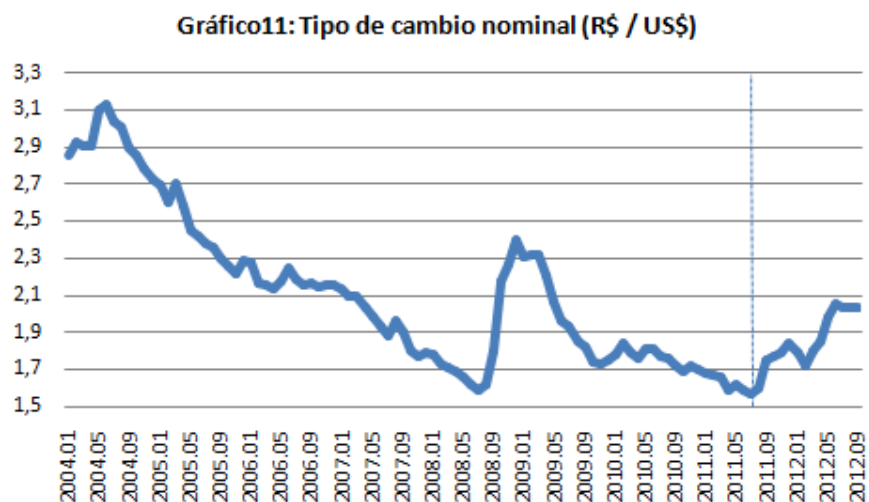
de deudas anteriores por los consumidores endeudados, pero deben comenzar a tener algún efecto positivo mayor en el segundo semestre de 2012.

IV.2 La Tasa de interés y el tipo de cambio.

Final de 2010 el gobierno elevó el impuesto a las entradas de capital extranjero de corto plazo con vistas a combatir la tendencia a la valorización nominal del tipo de cambio. Estas medidas, a pesar de haber elevado las tentativas de contornear los impuestos haciendo al capital especulativo entrar al país como “inversión directa” y otras formas de arbitraje regulatoria (Correa & allí, 2012) de facto llegó a reducir, pero no eliminar el diferencial de interés neto de impuestos. Estas medidas parecen haber tenido el efecto inicial de reducir la velocidad de la apreciación nominal del cambio. Por lo tanto, el propio Banco Central contribuyó para la pérdida de eficacia de estas medidas de control de capitales al volver a subir la tasa de interés interna a partir de marzo de 2011, en un periodo en que las tasas de interés en los EEUU y el spread externo de Brasil continuaban reduciéndose. El cambio continuó su trayectoria de valorización hasta el shock de salida súbita de capitales en agosto de 2011, debido a la crisis en el área del Euro, que llevó a una brusca desvalorización (grafico 11). A partir de entonces, en un ambiente financiero externo más turbulento, ha habido una tendencia a la desvalorización cambiaria. Esta tendencia parece estar siendo apoyada por el Banco Central, que viene reduciendo el diferencial de interés bruto (gráfico 10) por las continuas y substanciales reducciones de la tasa básica de interés interna, a pesar del pequeño aumento reciente del spread de riesgo-país.



Fuente: BCB (Tasa Selic); BEA (tasa efectiva Reserva Federal); JP Morgan (Embi Br).



Fuente: BACEN.

IV.3 El ajuste fiscal

A finales de 2010, el gobierno, además de continuar con la trayectoria de aumentos de la tasa básica de interés e introducir las medidas macroprudenciales de control de crédito, comienza un fuerte ajuste fiscal con el objetivo de aumentar el superávit primario de forma de cumplir la meta completa de 3,1% del PIB para 2011. Es importante resaltar que por las normas del PAC/PPI que excluyen parte de las inversiones públicas de la meta oficial de superávit primario, la meta para 2011 legalmente podría haber sido de 2,42% y no 3,1%, pero aun así el gobierno escogió la meta “completa”. Otra señal de este compromiso contractivo del nuevo gobierno fue la decisión de no dar aumento real al salario mínimo, hecho que no ocurría desde 1994, a pesar de la desaceleración evidente del crecimiento de la economía a lo largo de 2011⁵. Estas medidas muestran el fuerte compromiso tanto del gobierno anterior como del que tomó posesión en 2011 (que son del mismo partido) de reducir mucho el crecimiento de la demanda agregada interna, antes de la economía internacional de señales más obvias de fuerte desaceleración. Pero a pesar de la desaceleración de la economía mundial en el inicio de 2011, el ajuste fiscal fue mantenido a lo largo de todo el año 2011 y la meta completa para el superávit fue alcanzada (Gráfico 12).

⁵ El gobierno se aprovechó de la regla de reajustes del salario mínimo en vigor desde 2007, que lo vincula a la reposición de la inflación más la tasa de crecimiento del PIB de dos años antes, sin embargo nada impide que el gobierno de reajustes mayores si cree conveniente. Como en 2009 el crecimiento del PIB fue negativo, por cuenta de la crisis mundial, fue decidido dar el reajuste a partir del aumento del costo de vida y no hubo reducción real en la fecha del reajuste.

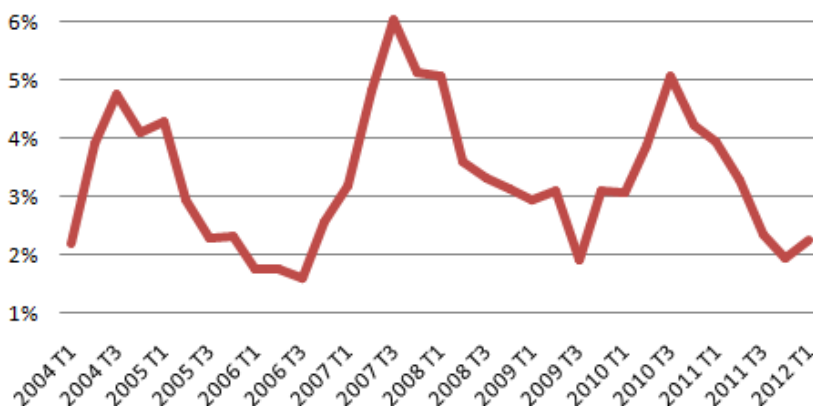
Gráfico12: Resultado primario del sector público consolidado*
(datos mensuales, anualizados, en%del PIB)



Fuente: Panorama Fiscal, IPEA (2012).
* excluyendo rentas federales no recurrentes

Este rápido aumento del superávit primario solo fue posible gracias a una fuerte reducción del crecimiento de los gastos públicos. Datos del excelente Panorama Fiscal del IPEA (2012b) muestra que los gastos en consumo del gobierno que crecieron en promedio 5,8% al año en el periodo 2004-10 y que habían crecido 7,2% en 2010 crecieron solo 0,4% en 2011 (Tabla 2). En el gráfico 13 podemos ver la desaceleración del Consumo de la Administración Pública, calculados por el Sistema de Cuentas Nacionales del IBGE:

Gráfico13: Tasa de crecimiento del consumo de la Administración Pública (acumulada en 12 meses)



Fuente: IBGE/SCN- Trimestral.

A pesar de la ausencia de aumento del salario mínimo real las transformaciones de asistencia y previdencia social (TAPS), que en buena parte no son gastos discrecionales y crecen

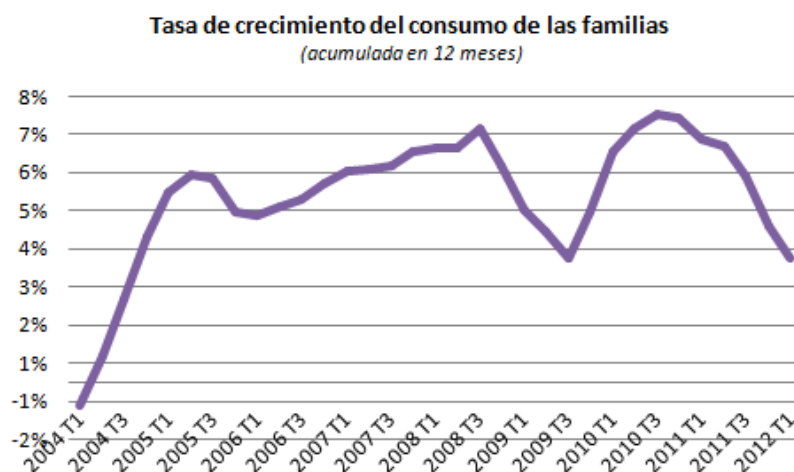
endógenamente, crecieron 5,4%, más rápido de que los 2,3% de 2010 y del promedio 4,8% al año entre 2004-2010. Por otro lado, el ingreso tributario total, que reduce el ingreso disponible para el consumo privado, creció 7,4 en 2011, menos que los 8,3% de 2010 (donde el alto crecimiento aumento la recaudación) pero arriba del promedio de 5,3% del período 2004-2010.

Pero lo más interesante fue el comportamiento de la inversión pública, tanto del gobierno como de las empresas estatales federales en 2011. Según el Panorama Fiscal del IPEA (2012b), la inversión de la Administración Pública, que tuvo una tasa de crecimiento anual promedio de 14,8% en el periodo 2004-2010, en 2011, tuvo una **caída** real de 12%. Los cortes fueron tan profundos que hubo reducción **nominal** de estas inversiones (IPEA (2012b)). Ya la inversión hecha por las empresas estatales, que tuvo crecimiento promedio de 14% en el período 2004-2010, presentó una **caída** de 8,6% en 2011 (Tabla 2). Note que estos cortes ocurren durante la vigencia del plan PAC, que fue idealizado específicamente para promover el crecimiento de la inversión pública. Además, como parte de este esfuerzo, las inversiones de las principales empresas estatales (Petrobrás y Electrobrás) habían sido retirados de la meta de superávit primario exactamente para que estas empresas pudiesen invertir más, pero estas fueron drásticamente reducidas en 2011. La experiencia de 2011 demostró más una vez el hecho que fuertes ajustes fiscales casi siempre llevan las caídas sustanciales y desproporcionales de la inversión pública. Dada la naturaleza endógena del ingreso fiscal y de las transferencias públicas y la inviabilidad de cortes muy grandes en la hoja salarial del sector público, tanto la experiencia internacional como la brasileña muestran que lo más común es que la inversión pública acabe tornándose una variable de ajuste de tentativas de ajuste fiscal de grandes proporciones⁶

IV.4 Impactos sobre los gastos privados en consumo e inversión y sobre las importaciones

Esta combinación de caída del crecimiento de las exportaciones y políticas monetarias y de crédito y fiscales restrictivas ha dado lugar a una rápida reducción del ritmo de crecimiento del consumo privado (Figura 14). En 2010, el consumo privado creció un 6,9% y en el 2011 cayó hasta el 4,1%, un ritmo menor que el promedio para el período 2004-2010 (Anexo 1).

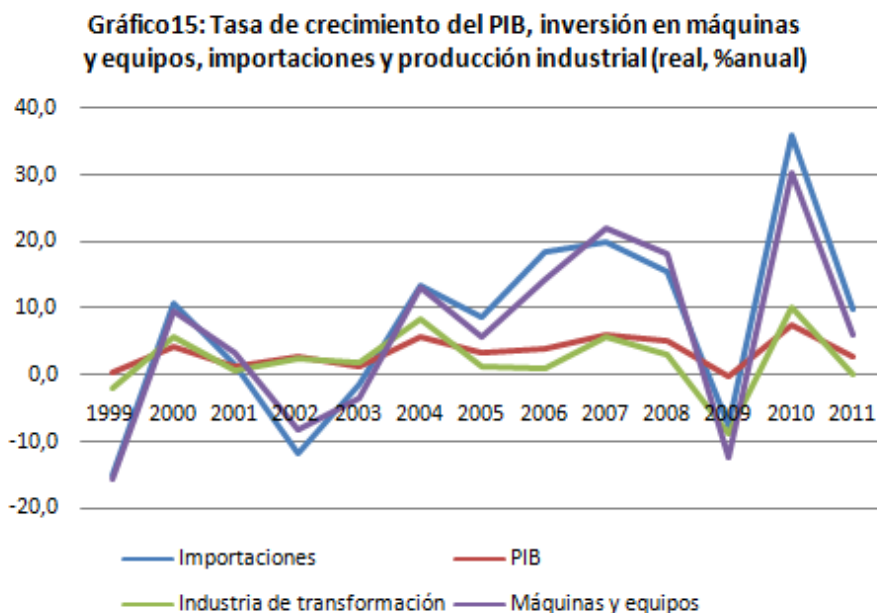
⁶ Esta tendencia de ajuste fiscales perjudicaron la inversión pública y fue el motivo principal por el cual el ministro de Hacienda Gordon Brown del gobierno británico implantó a partir de 1999 la llamada “regla de oro” fiscal donde todas las inversiones públicas son excluidas de la meta de equilibrio fiscal. Curiosamente, la “regla de oro” de Brown fue una fuente importante de inspiración del PAC brasileño y de las reglas del PAC/PPI que permiten una reducción del superávit primario para acomodar aumentos de la inversión pública mencionado arriba



Fonte: IBGE/SCN.

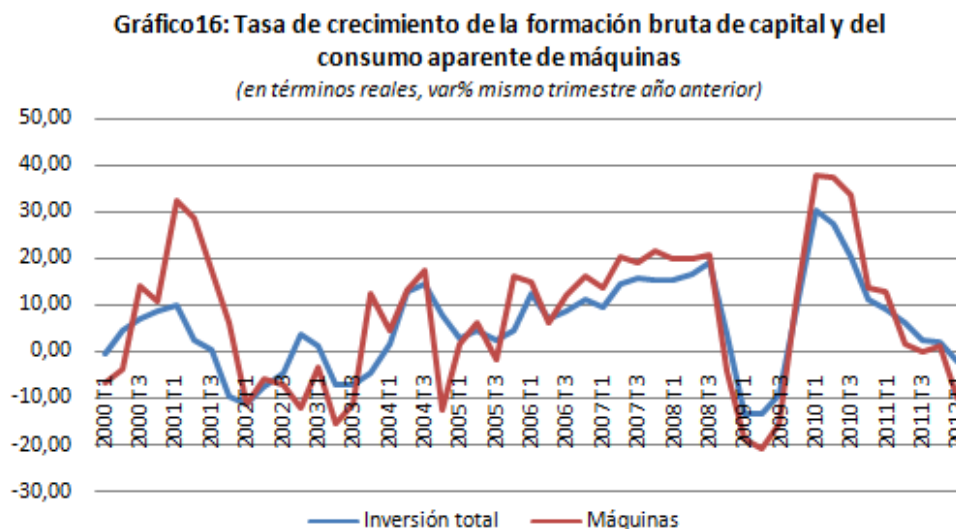
Los gastos en inversión de capital fijo en la economía brasileña en su conjunto (es decir, sin separar la inversión pública de la privada) recortó drásticamente su tasa de crecimiento en 2011. Después de crecer un promedio del 9,2% entre 2004 y 2010, y el alto crecimiento del 21,3% en 2010, la tasa de crecimiento real del capital fijo bruto cae hasta el 4,7% en 2011. La inversión total en la construcción (residencial y no residencial, público y privado), que creció a una tasa del 5,8% en promedio en el período 2004-10 y el 12,9% en 2010, creció sólo un 3,9% en 2011. Sin embargo, la caída más dramático del crecimiento fue en la inversión total en maquinaria y equipo (que incluye a muchos de la inversión total de las empresas estatales). La inversión en maquinaria y equipo, que había estado creciendo a una tasa promedio de 13,1%, que aumentó un 30,4% durante 2010, creciendo sólo un 6% en 2011 (Cuadro 2).

El componente privado de este tipo de inversión es impulsado principalmente por la necesidad de ajustar el stock de capital a la tendencia de crecimiento de la demanda. Por lo tanto, la inversión privada en maquinaria y equipo temporalmente siempre tiende a crecer más que el resto de la demanda cuando muestra signos de crecimiento más sostenido y también crecer temporalmente mucho menos que la demanda en su totalidad en los períodos en los que se percibe una reducción de la tendencia de los mismos. Este es el mecanismo que permite que el grado de utilización de la capacidad productiva pueda oscilar dentro de un rango no demasiado amplio y que el producto potencial de la economía siga libremente la tendencia de crecimiento de la demanda agregada efectiva (cuadro 15).



Fuente: IBGE/SCN;

Así que una desaceleración en el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo como se espera en el 2011, aunque el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento de la economía mundial no hubieran sufrido reducciones. Eso es porque había perspectivas de desaceleración económica, aunque no había ninguna razón para esperar una gran reducción en el crecimiento del componente privado de la inversión en construcción. De hecho, durante el año 2010, la tasa de crecimiento del consumo aparente de máquinas ya cae continua y rápidamente de un 37,9% en el primer trimestre, hasta 13,58 en el cuarto trimestre de 2010, lo que contribuye en gran medida al crecimiento de la inversión total en la economía a partir de 2010 desde una tasa del 30,24% en la primera mitad y alcanzar 10,94% en el último trimestre de 2010 (Gráfico 16). Esta fuerte desaceleración de la inversión privada en el año 2010 (puesto que la inversión pública creció a tasas elevadas de este año, como vimos más arriba) hace que sea aún más difícil de entender el fuerte compromiso del gobierno con políticas de contracción monetaria y fiscales de contracción de demanda a partir del final de 2010. Esta extrañeza se refuerza si tenemos en cuenta que, aunque la tasa de crecimiento en 12 meses de PIB sólo ha alcanzado su punto máximo en el último trimestre de 2010 (Gráfico 1), el crecimiento trimestral del PIB real de cada trimestre ha venido disminuyendo a lo largo de 2010, del 9,34% en el primer trimestre a 5,33% en el cuarto trimestre, por lo que la evidencia de la desaceleración fue muy clara al final de 2010, independientemente de las perspectivas sobre la situación externa.



Fuente: IBGE/SCN.

Estas tendencias ya conocidas de la inversión total durante el año 2010, junto con la gran reducción amplia y poco común en la inversión pública de gobierno y del Estado en 2011 nos permiten ver que el desempeño de la inversión privada parece haber sido bastante razonable en el año 2011, dadas las circunstancias, lo que probablemente refleja el hecho de que la inversión privada tiende a reaccionar a los cambios en las perspectivas de crecimiento de la economía con un rezago, como lo demuestran las tasas negativas de crecimiento real de la inversión total y especialmente en maquinaria y equipo en el primer trimestre de 2012 (Gráfico 16).

La gran caída en el crecimiento de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo en el 2011, nos permite entender mejor el desempeño del crecimiento de la industria. En Brasil, existe un amplio consenso, sin una base empírica fidedigna, que la industria ha crecido incluso en el corto plazo, principalmente debido a la tasa de cambio real apreciado. De hecho, a pesar del tipo de cambio real tiene relevancia (mucho más pequeña de lo que se suele considerar, pero esto es un tema para otra discusión) para la competitividad externa de nuestra industria, es difícil no ver que la principal causa de la dramática caída en el crecimiento del producto la industria manufacturera de 10,14% en 2010 a sólo el 0,13% en el año 2011 fue la gran reducción de crecimiento de la inversión en el período, especialmente en el componente de maquinaria y equipos, tanto privado como de las empresas estatales.

Porque, obviamente, todas las máquinas y equipos que no se importan se producen en la industria manufacturera, y no, en la minería, la agricultura o los servicios, tanto en Brasil como en otras economías en el corto plazo, donde la tasa de inversión de la economía aumenta (disminuye) la inversión y producción industrial necesariamente aumenta (cae) mucho más que proporcional al producto de todos los sectores (Figura 14). Así, fue la fuerte reducción del crecimiento de la inversión, y no una supuesta "desindustrialización", la que redujo tanto el crecimiento de la producción industrial. La industria ha crecido significativamente en el período 2007-2008 y en 2010, cuando el tipo de cambio ya estaba valorizado, y por lo tanto, es difícil de creer que de repente el cambio se ha convertido en un impedimento para el crecimiento de la industria en su conjunto (Figura 2).

Téngase en cuenta también que el tipo de cambio sobrevaluado era muy importante para el crecimiento de los salarios reales y por lo tanto al crecimiento del consumo de los hogares, y la evidencia en el período 2004-2010 pone de manifiesto que la apreciación de la moneda, por mucho que pueda agravar los problemas de competitividad externa y la balanza comercial, ha tenido un claro efecto tanto en la expansión global como la producción industrial y el PIB (Summa y Serrano (2011)). Tanto la devaluación de agosto de 2011 mostró que la tasa de cambio real (incluso no tan valorizado como en el período 2007-2008 y en 2010) dio lugar a ninguna aceleración del crecimiento de la industria brasileña. La principal causa de la recesión industrial a principios de 2012 fue una desaceleración general de la demanda que afecta al sector industrial más que otros, porque era la inversión (pública y privada), componente de la demanda agregada que sufrió la mayor reducción en su tasa de crecimiento a partir de 2011⁷.

Las importaciones totales que crecieron en promedio un 14,8% en términos reales en el período 2004-2010, y la tasa muy alta de 35,8% en el año de la recuperación en 2010, redujeron su tasa de crecimiento hasta el 9,8% en 2011. Esta reducción también se explica básicamente por estas grandes variaciones en la tasa de crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo, dada la fuerte complementariedad entre los componentes nacionales e importados de la inversión en maquinaria y equipo (y su alto contenido importado). Por lo tanto, en el corto plazo, la inversión en maquinaria y equipo, la producción industrial y las importaciones totales de la economía oscilan de manera conjunta (figura 15), cualquiera sea el tipo de cambio.

El gobierno ha respondido a la caída generalizada de las inversiones, básicamente, tratando de estimular directamente al sector privado a través de la reducción de sus costos de inversión y con aumentos márgenes de beneficio. Además de las reducciones en la tasa de interés básica y más recientemente en la tasa de los préstamos del BNDES y la devaluación de la moneda, el gobierno promovió la exención de cargas sociales en la nómina de algunos sectores, la exención del impuesto de importación para compras de bienes de capital entre otras desgravaciones y subsidios para la innovación, así como algunas medidas de política de contratación pública con condicionantes de contenido nacional y de actualización tecnológica para el llamado Plan Brasil Mayor. Por otra parte, decidió anticipar la segunda mitad de 2012, el anuncio del Plan Nacional de Logística integrada con concesiones de las asociaciones público-privadas en las inversiones en el área de infraestructura en condiciones de financiación muy favorables para los empresarios.

El gobierno parece querer estimular la inversión privada (dado que parece estar teniendo dificultades administrativas para retomar el crecimiento de la inversión pública en el 2012) y el empleo, no mediante el aumento de la demanda o de la política de sustitución de importaciones, ya que parte de la política de compras del Plan Brasil Mayor se ha reducido también, sino principalmente a través de reducciones de costos y / o aumentos en los márgenes de beneficios de las empresas. Sin embargo, no hay ninguna evidencia de que las empresas van a emplear más mano de obra sin un más rápido crecimiento de la demanda, incluso con

⁷Es evidente que la fuerte apreciación en los últimos años ha sido uno de los factores que ha llevado a un gran aumento de las importaciones y a una caída del contenido doméstico de la producción industrial en Brasil (Serrano & Summa (2011)) y que esta tendencia estructural de desajuste entre la pauta de importaciones y exportaciones brasileñas es uno de los principales problemas en Brasil en el largo plazo. Nuestro argumento aquí es que no fue el tipo de cambio la cuestión más general de la baja competitividad externa de la industria brasileña a causa de la caída de la producción industrial a partir de 2011

mayores márgenes de beneficio. Tampoco hay razón por la que las empresas inviertan más en capital fijo sin una perspectiva de aumento de la demanda, independientemente de cualquier aumento en sus márgenes de beneficio. Desgravaciones y aumentos en los márgenes de vez en cuando pueden evitar el cierre de empresas, despidos y la paralización de las inversiones en empresas que están al borde de la viabilidad y sin condiciones mínimas de rentabilidad en sus mercados internos o externos. Pero para la gran mayoría de las empresas tienen márgenes de ganancia por encima del mínimo viable actual, los aumentos adicionales en los márgenes tienden a no tener ningún efecto en sus decisiones de inversión. En general, cuanto más barato es el costo de la contratación de mano de obra o maquinaria en nada aumenta el empleo o la inversión, solamente los márgenes de beneficio.

El caso específico de abaratar el costo de la importación de maquinaria aún tiene el problema adicional de que, si se traducirá en más inversiones que estimularán la demanda en otros países y no en Brasil, el aumento de la competencia extranjera y tiende a reducir la demanda y / o los márgenes de beneficio de los productores nacionales de bienes de capital. Y es por lo menos curioso que el mismo plano, no hay medidas de política industrial que proponen un mayor contenido nacional y, al mismo tiempo, subsidios a la importación de bienes de capital. No es por tanto sorprendente que estas medidas no han mostrado hasta ahora ningún efecto significativo sobre la inversión privada.

Tabla2: Indicadores macroeconómicos de Brasil 2004-2011

Año	PIB*	Consumo de las familias	TAPS**	Carga tribut neta	Consumo del gobierno	FBCF das administrações públicas**	Inversión empresas estatales**	Inversión (FBCF) Total*	FBCF - Maq.y equipos	FBCF - Construç. Civil	Export*	Import*
2004	5,7%	3,8%	5,8%	8,8%	4,8%	14,6%	-2,3%	9,1%	13,1%	6,2%	15,3%	13,3%
2005	3,2%	4,5%	4,9%	7,2%	6,8%	2,4%	3,4%	3,6%	5,7%	1,0%	9,3%	8,5%
2006	4,0%	5,2%	2,6%	3,8%	4,6%	28,1%	0,9%	9,8%	14,5%	4,9%	5,0%	18,5%
2007	6,1%	6,1%	6,0%	7,7%	7,3%	-5,0%	18,5%	13,9%	22,0%	5,5%	6,2%	19,9%
2008	5,2%	5,7%	6,3%	5,3%	4,8%	32,3%	34,7%	13,6%	18,3%	9,3%	0,6%	15,4%
2009	-0,3%	4,4%	5,5%	-4,0%	4,7%	3,6%	29,7%	-6,7%	-12,5%	1,0%	-9,1%	-7,6%
2010	7,5%	6,9%	2,3%	8,3%	7,2%	28,0%	12,9%	21,3%	30,4%	12,9%	11,5%	35,8%
2011	2,7%	4,1%	5,4%	7,4%	0,4%	-11,9%	-8,6%	4,7%	6,0%	3,9%	4,5%	9,8%
Tasa media de crecimiento 2004/2010	4,5%	5,2%	4,8%	5,3%	5,8%	14,8%	14,0%	9,2%	13,1%	5,8%	5,5%	14,8%

Fuente: *Cuentas nacionales trimestrales del IBGE. Los deflatores utilizados son específicos para cada sector/componente de la demanda. Calculado por el DIMAC/IPEA. ** Cuentas Nacionales Anuales del IBGE. ***DIMAC/IPEA

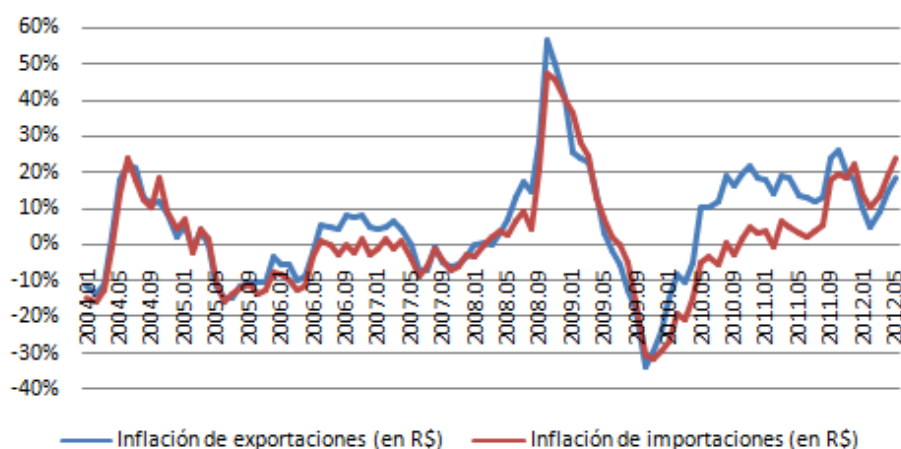
Los porcentajes de las inversiones en infraestructura propuestas por el Plan Nacional de Logística Integral son más propensos a tener efectos expansivos a largo plazo, pero sólo funcionará si el gobierno realmente puede garantizar la demanda final de bienes y servicios generados por estos proyectos de inversión. De lo contrario, los inversores privados tendrán gran incentivo para jugar los proyectos más lentamente o, en casos extremos, para dejarlas incompletas. Por otra parte, todavía está lejos de estar claro cómo es que el gobierno va a resolver el problema de garantizar que las empresas privadas que ganen las subastas de concesión fijen las tarifas para el uso de los servicios ofrecidos a los usuarios (tales como

peajedecarreteras) suficientemente altas como para hacer su inversión rentable y al mismo tiempo lo suficientemente bajas para no generar fuertes externalidades negativas de costos que empeoren aún más la competitividad sistémica de la economía. De todos modos el Plan Nacional de Logística Integral está todavía básicamente en la fase de convocatoria y no tendrá ningún impacto en el crecimiento económico en el corto plazo. De las diversas medidas anunciadas durante 2012 sólo las llamadas PAC-equipamiento tiene inmediatos efectos directos sobre una demanda más fuerte de camiones y tractores, por órdenes directas del gobierno. Sin embargo, el valor total de estas órdenes es sólo el 0,2% del PIB.

V. La trayectoria de la inflación y el conflicto distributivo

A pesar de una tendencia a la desaceleración de la economía, a mediados de 2010, con el aumento de los precios internacionales de los productos básicos, la inflación volvió a aumentar. La inflación en reales de las exportaciones e importaciones aumenta por encima de la meta de del núcleo de inflación a pesar de la continua y gradual apreciación del tipo de cambio. La inflación, medida en dólares de los productos exportados por Brasil, impulsada por los precios internacionales de los metales, llegó a alcanzar el 20% (en 12 meses) durante parte de 2011 (Gráfico 17). Este fuerte shock de oferta parece haber sido malinterpretado como resultante de un choque de demanda agregada, no sólo por el Banco Central, sino por el gobierno en general. Al menos eso es lo que se puede deducir tanto del ajuste fiscal cuanto de las medidas de control macroprudencial adoptadas. Lo mismo se deduce de la voluntad de reducir el impacto de los tipos de interés internos sobre la apreciación del tipo de cambio a través de medidas de control de capitales introducidas a finales de 2010, lo que obviamente no ayuda a reducir el efecto sobre la inflación interna de un aumento de un choque de costos en dólares.

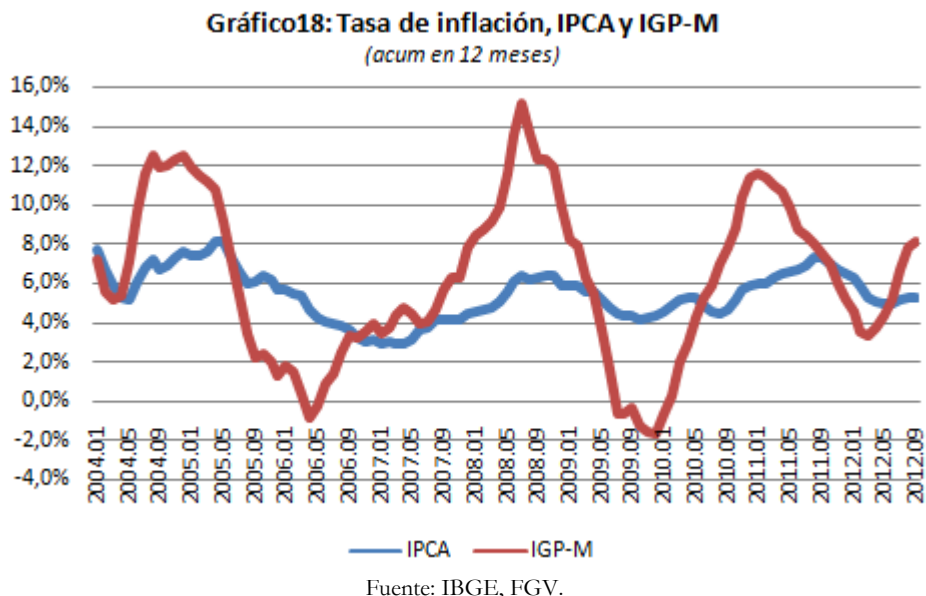
Gráfico17: Inflación de productos transables en R\$
(acum.en 12 meses)



Fuente: FUNCEX; BACEN.

Este aumento en el precio de los bienes transables, de manera absolutamente regular y razonablemente previsible, afecta fuertemente los precios mayoristas y al índice que está fuertemente influenciado por estos precios (IGP-M), que todavía se utiliza para ajustar los

precios regulados de algunos servicios, y que pronto aumentan los costos de todos los sectores de la economía. Así, el índice IPCA (que mide la inflación oficial) acumulado en 12 meses la inflación supera la meta central a partir de septiembre de 2010 y la inflación de 2010 alcanza el 5,9% (Gráfico 18).



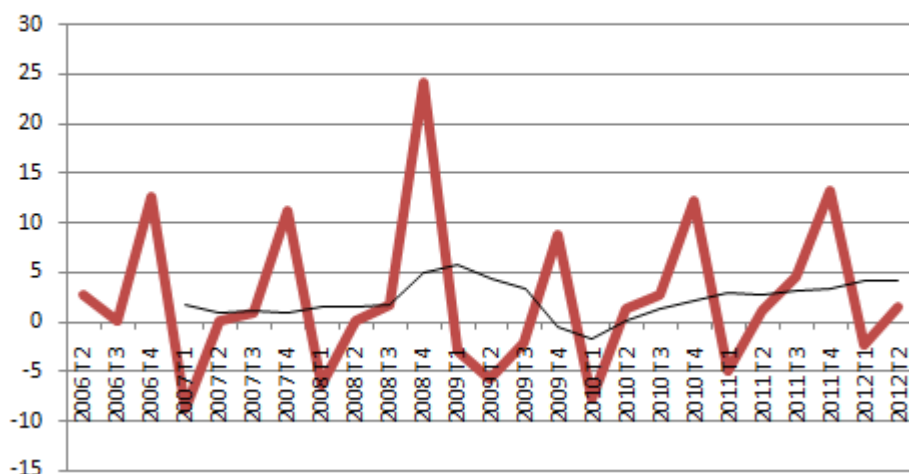
Los precios internacionales de los productos básicos siguen aumentando hasta mediados de 2011, cuando comienzan a disminuir en dólares. El Banco Central termina de aumentar las tasas de interés en agosto de 2011 y comienza a reducirlos a pesar que la inflación brasileña se mantiene por encima de la meta central y la devaluación del tipo de cambio que tuvo lugar en agosto de 2011, debido a la inestabilidad provocada por la crisis en la zona Euro. La rápida caída de los precios internacionales de productos básicos a finales de 2011 es suficiente, a pesar de la devaluación, por lo que la inflación del 2011 termina exactamente en el límite superior de la meta del 6,5%. Así, a pesar de la fuerte caída en el crecimiento de la demanda y del producto entre 2010 y 2011, la inflación aumenta de un año al otro por efecto de los precios de las materias primas y los tipos de cambio.

Los precios de los commodities vuelven a subir de nuevo en dólares a principios del año 2012 y la tasa de cambio que se había apreciado un poco después de diciembre de 2011 comienza a depreciarse nuevamente desde marzo de 2012. La inflación medida por el IGP-M, que es más sensible a la inflación de los bienes transables, y que ya comienza a aumentar rápidamente a partir de marzo de 2012, alcanzando una tasa anualizada del 6,7% en julio de este año, cuando la inflación acumulada medida por el IPCA alcanza 5,2%. Estas presiones inflacionarias son cada vez más persistentes, debido a que el proceso que permitió un control efectivo de la inflación en el periodo 2004-2010, la apreciación nominal del tipo de cambio todavía no está sucediendo. De todos modos, la inflación en el período no guarda relación con los indicadores de crecimiento de la demanda en la economía.

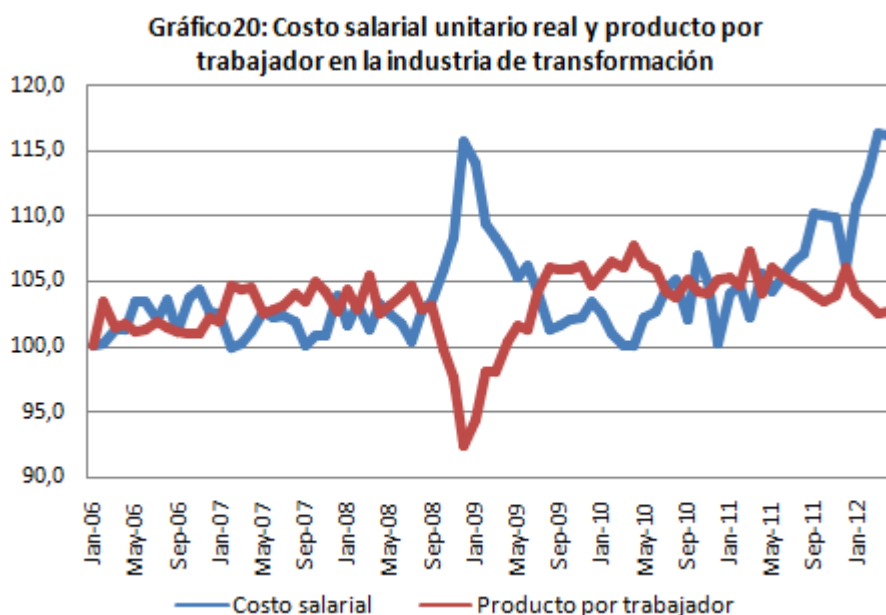
Otro problema para el control de la inflación es sobre el efecto del aumento de los salarios nominales. En los últimos años, el aumento en el promedio de los salarios nominales en Brasil parece depender cada vez más del aumento del salario mínimo. El grado de formalización del mercado laboral y la fracción de la fuerza laboral que recibe el salario mínimo ha aumentado. Por otra parte, el aumento de los salarios nominales están relacionados en parte a la evolución de la tasa de desempleo, que ha tenido una tendencia a la baja continúa, en parte debido a un menor crecimiento de la fuerza laboral y en parte por el fuerte ritmo de crecimiento del empleo en Brasil, sobre todo en el sector servicios. Hasta la crisis de fines de 2008, en el caso de la industria, el aumento de la productividad parece compensar los aumentos de los salarios nominales en la industria, no generar mucha presión, ya sea en los precios ni en los márgenes de beneficios industriales (Gráfico 20).

Por lo tanto, el principal efecto de los salarios sobre la inflación se da básicamente a través de un salario mínimo, que afecta a los salarios y los precios de los servicios no supervisados (Bastos y Braga (2010), Braga (2011), IPEA (2011), Martínez y Braga (2012)). Durante la fase más aguda de la crisis, hubo un gran aumento en los costos unitarios salariales nominales y reales en la industria, pero es evidente que estos resultan de la fuerte caída de la producción por trabajador. Esto indica que (a pesar de cierta controversia sobre la calidad de los datos sobre la productividad) la productividad en la industria brasileña parece ser mucho más pro-cíclica que los salarios reales (Figura 19).

Gráfico19: Variación trimestral del costo salarial unitario nominal en la industria



Fuente: Elaborado a partir de IBGE y CNI (promedio de la línea de tendencia de movimiento de cuatro trimestres)



Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones DIMAC-IPEA

Durante y después de la crisis, sin embargo, los salarios nominales y reales continuaron aumentando de manera constante y los costos unitarios de los salarios nominales no solamente en los servicios, sino también en la industria que pareciera aumentar (Figura 19). Por otro lado, el bajo crecimiento promedio de la economía, especialmente de la industria desde 2009 hasta 2012 parece estar creando una tendencia a bajas tasas de crecimiento de la productividad promedio (gráfico 20), que agravan las presiones salariales sobre la inflación en los servicios y en la propia industria (especialmente en una situación en la que las devaluaciones nominales de cambio han reducido la presión de la competencia extranjera). El salario mínimo real creciente conjuntamente con la baja tasa de desempleo abierto parece estar aumentando la resistencia de los salarios reales en la economía brasileña, lo que aumenta el grado de persistencia de los shocks inflacionarios, sobre todo cuando el proceso de apreciación nominal del tipo de cambio se interrumpe.

Es importante destacar que, en estas circunstancias específicas, incluso una fuerte reducción de crecimiento como ocurrió entre 2010 y 2011, aunque sólo sea temporal, tiene un efecto perverso sobre las presiones inflacionarias provenientes de los salarios debido a que el fuerte carácter contracíclico de los costos laborales unitarios reales en industria hace que la recesión de la industria genere un verdadero shock real de aumento de los costos salariales en la industria, como parece haber sucedido de nuevo en 2011 (gráfico 20). Esto significa que la inflación no se reduce por la repentina rápida caída en el crecimiento por la vía de los costos salariales nominales.

Si por casualidad el gobierno tuviese como objetivo reducir la presión salarial que comienza a surgir, tendría que abandonar la política de incrementos reales del salario mínimo y reducir las tasas de crecimiento de la economía de forma permanente, lo suficiente como para revertir la tendencia (y no sólo las oscilaciones cíclicas) del crecimiento del empleo y la baja tasa de

desempleo para reducir el poder de negociación de los trabajadores e interrumpir el proceso de una mejor distribución del ingreso en el país.

VI. Una contracción fiscal Rudimentaria

En Serrano y Summa (2011), se argumenta que el cambio en el patrón de crecimiento de la economía brasileña se debió a una gran mejora en las condiciones externas (desde 2003) junto con el mayor pragmatismo en la política económica (desde 2005). Además del crecimiento del PIB y la generación de empleo formal, la inversión productiva privada respondió al crecimiento más rápido del PIB, aumentando de la capacidad de producción con mayor rapidez. Esto se dio con la inflación controlada en la meta y con una mejora en la distribución del ingreso (personal y más tarde también funcional) y la pobreza (véase también Vernengo (2011), IPEA (2012b), Barbosa-Filho. Souza. (2010))

Entre las condiciones externas se pueden citar el rápido crecimiento de las exportaciones a partir de 2003, lo que alivió la restricción externa, y la mejora de las condiciones de liquidez internacional, con bajas tasas de interés en los EE.UU., y la reanudación de los grandes flujos de capital privado que ayudó a reducir en combinación con una mejor gestión de estos flujos por los gobiernos de los países en desarrollo, los "spreads soberanos" países emergentes inclusive el Brasil (ver Ferreira (2012)), permitiendo al mismo tiempo una tendencia a la reducción en el interés nominal y real y mantener un proceso de apreciación continua del tipo de cambio lo que permite lograr los objetivos de metas de inflación, a pesar del shock de los precios internacionales de commodities (ver Serrano (2009, 2010) y Summa (2012) para un modelo teórico estilizado de este proceso) .

Incluso antes de que el gran alivio de la restricción externa, sólo a partir de 2005, el gobierno comenzó a implementar políticas económicas más pragmáticas orientadas a estimular el crecimiento. Esto contribuyó a que la entonces Jefe de Gabinete, Dilma Rousseff, que clasificó en el comunicado de prensa como "rudimentario" un plan a largo plazo de ajuste fiscal (la idea de "déficit nominal cero", que implicaba elevar la meta de superávit primario a algo así como el 7,5% del PIB en unos pocos años, Delfim Netto (2005)) que venía siendo discutido por empresarios, economistas académicos y parte de la burocracia estatal, ayudó a ganar dentro del gobierno la visión pragmática y expansionista. Desde entonces, sobre todo después de 2006, poco a poco, fueron implementadas una serie de medidas para estimular el crecimiento. Éstas incluyeron un aumento sustancial en el valor real del salario mínimo (y por lo tanto las transferencias sociales y la seguridad social en función del salario mínimo), el retorno de la inversión de las empresas estatales y la inversión de la administración pública, el mayor crecimiento en el consumo de la administración pública a través de aumento de puestos en el gobierno y los aumentos salariales para los funcionarios, así como la fuerte expansión del crédito de los bancos públicos. El rechazo del ajuste fiscal "rudimentario", ayudó a garantizar un ciclo más virtuoso de crecimiento hasta el año 2008, como una rápida recuperación en 2010 después de la crisis subprime.

A finales de 2010 y principios de 2011, la economía ya estaba empezando a disminuir, pero la inflación seguía en niveles altos. En este contexto, el gobierno, como hemos visto anteriormente, mientras que implementó una política de restricción monetaria y fiscal contractiva, sumada a la desaceleración de las exportaciones, dio lugar a una fuerte reducción del crecimiento entre 2010 y 2011. Desde agosto de 2011, antes de la fuerte desaceleración de

la economía y el cambio en las perspectivas de la economía mundial, el gobierno cambia el signo de la política monetaria, pero mantiene el ajuste fiscal. Para justificar el mantenimiento del ajuste fiscal en una economía con fuertes tendencias recesivas (donde el nuevo presidente del Banco Central declaró públicamente que el crecimiento del "producto potencial" en el país era algo entre un 4,5 y un 5% por año⁸), el Gobierno ahora la presidenta Dilma Rousseff promueve la resurrección de la idea, otrora "rudimentaria", que sólo podía ser posible una gran reducción en las tasas de interés en Brasil si se produjese un cambio en el mix de la política económica, en que una política monetaria más flexible necesita una política fiscal más limitada. De acuerdo con este argumento, el Brasil tendría dos precios "fuera de lugar": el tipo de interés (muy alto) y la tasa de cambio (muy apreciada). Así que para continuar el crecimiento, tendría que cambiar estos dos precios, pero sin comprometer la meta de inflación.

La solución bajaría entonces la tasa de interés y depreciaría el tipo de cambio. Pero para esa tarea requeriría también el mantenimiento de un fuerte ajuste fiscal del gobierno (un superávit primario "robusto" como la expresión de un economista renombrado en buena relación con el gobierno brasileño).

Existen, a grandes rasgos, dos líneas generales de la argumentación a favor de la idea de que un ajuste fiscal es una condición necesaria para la reducción de las tasas de interés. La primera versión y más tradicional de lo que podríamos llamar versión de flujos, defiende que el ajuste fiscal sería necesario aumentar la tasa potencial de ahorro interno de la economía y reducir la tasa de interés real neutral o "natural" necesaria para evitar exceso de demanda agregada sobre el producto potencial.

Este punto de vista parece asumir, que aunque el propio Banco Central oficialmente considera que el nivel de la demanda efectiva agregada está muy por debajo del producto potencial por lo menos desde el tercer trimestre de 2011, por lo que: (1) una caída sustancial en las tasas de interés tendría un efecto directo del aumento de la inversión privada productiva, (2) la caída en las tasas de interés, de forma indirecta, a través de la devaluación del tipo de cambio tendría un auge exportador neto significativo, (3) el gran aumento de la demanda agregada causada por (1) y (2) genera presiones inflacionarias.

En la práctica, el ajuste fiscal inicial en conjunto, en relación con la restricción monetaria a finales de 2010 no contribuyó en nada a reducir la inflación, que continuó siguiendo la dinámica de los elementos de coste de los factores internos y externos (los precios de las materias primas y tipos de cambio). La mayor expansión monetaria y la devaluación de la moneda, junto con el mantenimiento del ajuste fiscal, con excepción de los estímulos y las desgravaciones en gran parte destinadas sólo para aumentar los márgenes de beneficio de las empresas no tiene ningún efecto positivo sobre la inversión privada productiva, dirigida a una enorme caída en la inversión pública, y en ningún caso a un mayor crecimiento de las exportaciones.

⁸Más recientemente, en mayo de 2012, el presidente del Banco Central de Brasil parece haber reducido sus estimaciones al afirmar que la crisis mundial puede haber reducido el potencial de crecimiento de la economía brasileña al 4% por año. Desafortunadamente no reveló la metodología adoptada para esta estimación y en particular cuál sería el mecanismo de transmisión entre la crisis mundial y la producción potencial en Brasil (São Paulo (2012)).

Además, la devaluación aumentó aún más la rentabilidad de las exportaciones de commodities sobre las exportaciones de productos más industrializados, ya que el gobierno se niega a gravar las ganancias extraordinarias de los exportadores de productos básicos, además de aumentar la inflación (Bresser (2012), Summa y Serrano (2011)). El increíble "optimismo de las elasticidades" -presumiblemente detrás del ajuste fiscal "rudimentario", que como hemos visto, no tiene una buena base empírica,- naturalmente resultó injustificado. En el contexto de desaceleración económica, la tasa de interés se podría haber reducido sin necesidad de ajuste fiscal, ya que las tasas internacionales de interés y primas de riesgo son bastante bajas. Por el contrario, la situación de la tendencia al estancamiento requeriría de una expansión del gasto público para estimular el ingreso disponible de los trabajadores (y no de las empresas) y la demanda agregada, y a partir de aquí sería posible una reanudación de la inversión privada.

Sin embargo, existe una segunda versión del argumento en favor del ajuste fiscal permanente, que se refiere a la relación entre la tasa de interés y la deuda pública. Esta fue recientemente defendida de nuevo por Delfim Netto (2012):

"El momento exige una enorme responsabilidad de gobierno, tiene que mantener sus cuentas sanas para no presionar, al frente, la elevación de la tasa de interés, por el aumento del déficit fiscal y el aumento de la relación deuda pública bruta / PIB, que se encuentra en un 65%. Nos guste o no, este parámetro es, sin duda imperfecto, por el cual se mide, universalmente aquella relación que influye en el "riesgo Brasil" y, al final, a la tasa de interés real interna". (DelfimNetto (2012))

Tenga en cuenta que Delfim Neto (2012) insiste en que ahora es la deuda bruta del sector público que "nos guste o no" influye en el "riesgo Brasil", mientras que Delfim Neto (2005), dijo que "el mundo considera" virtuoso "aquel país en que la deuda neta / PIB es de alrededor del 30%" (énfasis añadido) y todos los argumentos de la época eran en términos de deuda neta. Al parecer, según Delfim, el mundo "universalmente" ha cambiado su percepción de la deuda neta a bruta desde el año 2005, lo que demuestra que Brasil es un país que no tiene suerte de verdad. Porque así como la deuda pública neta y el PIB del país desciende a niveles cercanos que el mundo considera "virtuoso", y quedando alrededor del 35% durante el primer semestre de 2012, se produjo "universalmente" un cambio en el parámetro con el que se mide el riesgo de la deuda bruta.

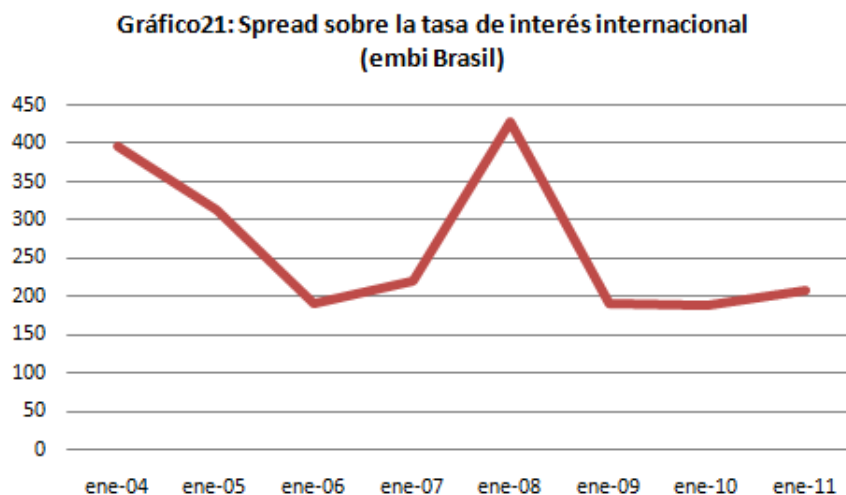
De todos modos, la idea general de esta segunda versión, que llamamos la versión stock, el argumento a favor de un ajuste fiscal como condición previa para la reducción sostenida de la tasa de interés interna parece estar basada en dos argumentos. El primero es de alguna manera algún indicador de deuda pública o bien si su "sostenibilidad" afecta en gran medida el riesgo país. Y el segundo es que la prima de riesgo afecte a la tasa de interés real neutral o "natural", ya que reduce el nivel de la tasa de interés real que lleva a una devaluación interna y ampliaría las exportaciones netas y la demanda agregada. Por lo tanto, una reducción de la deuda pública que disminuya la propagación de spreads de riesgo país haría caer a la tasa neutral (o natural) de interés real volviendo a la curva de la demanda agregada de la economía (IS), menos elástica, reduciendo la llamada "dominancia fiscal".

Tenga en cuenta que un eslabón importante en esta segunda etapa de la discusión es que la devaluación real sea siempre expansiva y la apreciación cambiaria contractiva, lo que

simplemente no ha sucedido en Brasil en los últimos años, dado el fuerte efecto positivo de la apreciación de la moneda en los salarios y el consumo y las bajas elasticidad-precio de nuestras exportaciones netas, antes citada (Serrano y Summa (2011)).

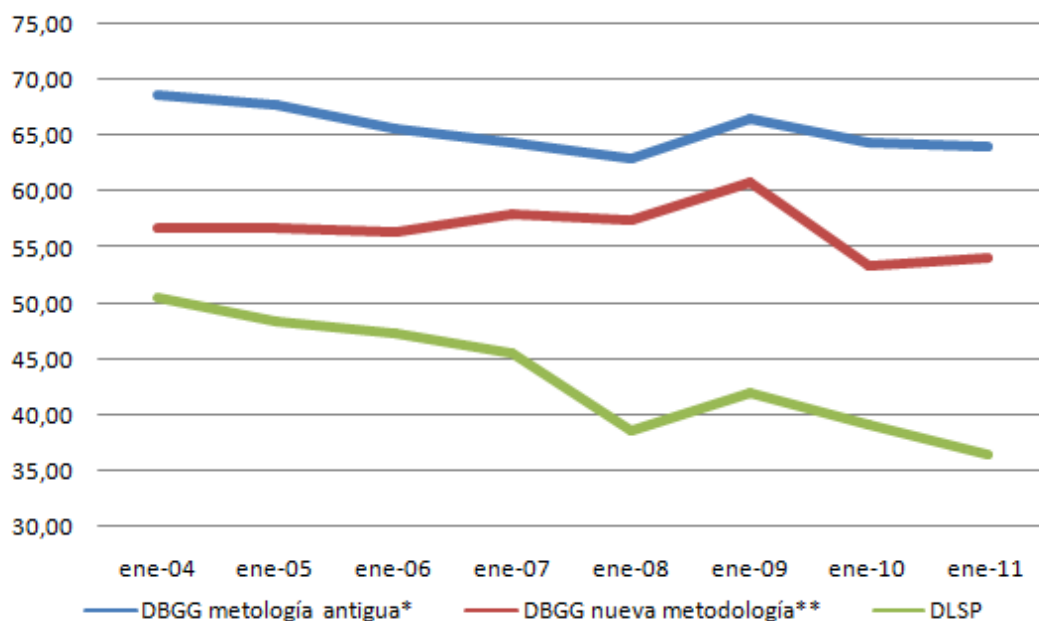
Pero lo más "rudimentario" de la versión de stock de la noción de la contracción fiscal expansionista en sí mismo supone la relación entre la deuda pública y el riesgo soberano. Incluso los autores bastante ortodoxos aceptan el hecho, bastante obvio, que un país no puede ser obligado a dar un default de su deuda interna denominada en su propia moneda y por lo tanto el riesgo de incumplimiento técnico de un país emisor de la moneda soberana es cero. Por eso es por lo menos curioso que demanda el mercado "universal" se compone enteramente irracionales agentes que no entienden que el riesgo país es una prima de que se relaciona con las dificultades que suelen ser muy graves, de los pagos (tanto los agentes privados como públicos) en divisas extranjeras y no al inexistente riesgo para el gobierno del país en no poder cumplir con sus pagos en moneda local.

En el mundo real, donde el mercado conoce la diferencia cualitativa entre un dólar y un real, la expansión depende en gran medida de la situación de los mercados financieros internacionales, en particular de las tasas de interés de más alto riesgo en el mercado de los EE.UU. y los factores específicos de cada país en términos de la situación de sus cuentas externas. Dada la gran acumulación de reservas internacionales y la mejora de la situación de fragilidad externa de la economía brasileña a partir de 2004 la trayectoria del spread de riesgo país ha sido la reducción continúa durante todo el período (Frenkel y Rapetti (2011), Ferreira (2012)), detenido por los sobresaltos de la crisis financiera internacional de 2008 (Gráfico 21).



FUENTE: JPMorgan

Gráfico22: Indicadores de deuda externa (% del pib)



Fuente: IPEA (2012b)

Por último, aunque no es de extrañar que una relación carente de base teórica no tenga apoyo empírico, no hay evidencia de una relación sistemática entre la evolución del riesgo país y los indicadores fiscales en Brasil en el período 2004-2011. Durante el período 2004-2011, la tendencia general ha sido la disminución de la deuda bruta y neta / PIB, siguiendo (y no causando) la secuencia de las reducciones en las tasas de interés internas (estos sí facilitados por la caída de los spreads). La correlación simple entre la deuda neta / PIB y el spread de riesgo país es sólo 0,24. En el caso de la deuda bruta es aún menor: 0,17 si se utiliza la antigua metodología de cálculo de la deuda bruta o 0,11 si sólo se utiliza la nueva metodología (ver IPEA (2012b)). Muchos autores de Brasil (Delfim Neto mismo de vez en cuando) usan el superávit primario como un mejor indicador de la sostenibilidad de la "restricción presupuestaria intertemporal del gobierno" en el largo plazo. Y de hecho, el superávit primario (como proporción del PIB) tiene una correlación mucho más fuerte con el riesgo país en el período 2004-2011: 0,68. Desafortunadamente, para los que abogan por el concepto de "dominancia fiscal" la correlación con el ajuste fiscal preventivo es positivo, lo que implica que los altos superávits primarios se asocian con un mayor riesgo del supuesto "fracaso del Estado" se (véase Carneiro & Rossi, 2012) vaya esto como una prueba más de la falta de base empírica para la tesis de dominancia fiscal en Brasil).

Podemos concluir que la fundamentación teórica y empírica de la segunda versión de stocks del argumento de que un ajuste fiscal prolongado sería una condición necesaria para la reducción de la tasa de interés en Brasil es muy rudimentaria.

VII. Observaciones finales.

Un análisis de los datos de la economía brasileña muestra que la política macroeconómica interna, tanto monetaria como fiscal fueron responsables de una gran parte de la fuerte desaceleración en el crecimiento del producto en el Brasil a partir de 2011. Queda por evaluar estos costos contra los beneficios potenciales que pudieran derivarse de esta combinación de políticas.

Así que si el objetivo del ajuste fiscal fue reducir el riesgo país, la política fue un fracaso debido a que el riesgo país subió de diciembre 2010 a diciembre 2011 de 189 a 208 puntos, por razones estrictamente relacionadas con la situación de turbulencia en los mercados financieros internacionales y que, "nos guste o no," no tiene nada que ver con el superávit fiscal primario o con el tamaño relativo o absoluto de la deuda neta o bruta interna brasileña.

Por otro lado, si el objetivo último de la política económica del Gobierno desde finales de 2010 fue la inmediata reducción de la inflación al reducir el crecimiento de la demanda, obviamente, la política también fue un fracaso, ya que la inflación brasileña (IPC) subió un 5,91 a 6,5%, lo que confirma que esto no se debe a un exceso de demanda agregada en nuestra capacidad de producción, pero sí a las presiones de costos.

Si el objetivo era cambiar un patrón de crecimiento con más inversión pública y privada y un menor consumo tanto privado como público, la política también fracasó porque tanto la tasa de inversión privada y pública se contrajo en lugar de ampliarse, puesto que la inversión privada no crece de forma sustentable si la demanda final no se expande y el ajuste fiscal penaliza de manera desproporcionada la inversión pública.

Así como el primer paso de una política de reducción permanente del crecimiento económico, del gasto público y una reorientación de las transferencias públicas a favor de los empresarios (desgravaciones) con el fin de controlar la tendencia al agravamiento del conflicto distributivo (que se describe al final de la sección V arriba), inherente al final de la fase de una continua apreciación del tipo de cambio real, y compensar los efectos de la caída de la tasa de interés en las rentas de la propiedad en general, la reciente política económica brasileña puede ser considerada un éxito. Tal vez esto explica por qué, en una situación donde la inflación es superior al target y el crecimiento es muy bajo, recientemente han surgido manifestaciones efusivas de apoyo al gobierno de Dilma de diversos sectores de la sociedad brasileña que siempre se opusieron a un proyecto de crecimiento acelerado si se asocia con la construcción un estado de bienestar, la inclusión social y la mejora en la distribución funcional del ingreso.

Bibliografía

BARBOSA-FILHO, N.H. (2008) "Inflation Targeting in Brazil: 1999 – 2006; International Review of Applied Economics", Vol. 22, No.2, pp. 187 - 200

BARBOSA-FILHO, N. H. ; J.A.P. Souza. (2010). "A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda." In: Sader, Emir. and M.A. Garcia. Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo, Boitempo.

BASTOS, C ; J. BRAGA. (2010). "Conflito Distributivo e Inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente." Anais do XV Encontro Nacional de Economia, São Luis do Maranhão.

BRAGA, J. (2011) “A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle”. 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, dezembro de 2011.

BRESSER- PEREIRA, L. (2012) “Câmbio, o "interruptor de luz"”,

Folha de S.Paulo, 13.08.2012

Carneiro, R & Rossi, P. “The Brazilian experience in managing the interest exchange rate nexus, Textos para Discussão Instituto de Economia, 206, UNICAMP, Junho 2012

CARTA DE CONJUNTURA (2012). Brasília: IPEA, n.16, maio 2011. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=14143&Itemid=3

CORRÊA, V.; BRAGA, J. ; SILVA, R. ; MESSEMBERG, R. (2012) Instability of Capital Inflows and Financial Assets Returns in the Brazilian Economy, V encontro da AKB, São Paulo, 2012

DELFINO NETTO, A. (2005), “Déficit Nominal Zero”, disponível em <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/2%20Capa/Antonio%20Delfino%20Netto.pdf>

DELFINO NETTO, A. (2012), “Projeto Nacional e Greves do Funcionalismo”, *Valor Econômico*, agosto 2012

O Estado de São Paulo-jornal (2012) “Crise pode ter afetado PIB potencial”, 13 de maio de 2012 , São Paulo, 2012

FERREIRA, S.(2012) Condições Externas e a Dinâmica da Inflação no Brasil 1994-2010: Uma Interpretação Estrutural" Tese de doutorado, IE-UFRJ.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2011) Fragilidad externa o desindustrialización:¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?, Serie Macroeconomía del Desarrollo 116, CEPAL, (con Roberto Frenkel).

FREITAS, F.; E. DWECK. (2010). “Patterns of Economic Growth in the Brazilian Economy 1970-2007: demand led growth under balance payments constraints.” Sraffa Conference.

IPEA(2011) A dinâmica da inflação brasileira: considerações a partir da desagregação do ipca, Brasília : Ipea

IPEA (2012a) Conjuntura em Foco, n. 20, agosto, 2012

IPEA (2012b) Panorama de Política Fiscal (2012, no prelo) Brasília: IPEA

MARTINEZ, T.; BRAGA, J. (2012) Crescimento liderado pelos salários, política monetária e inflação no Brasil, V encontro da AKB, São Paulo, 2012.

PRATES, D.M.; CUNHA, A.M. (2012) Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011 Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128.

SCHETTINI, B.; SQUEFF, G.; GOUVÊA, (2011) R. Estimativas da função de exportações brasileiras agregadas com dados das Contas Nacionais Trimestrais, 1995-2009. Brasília: Ipea, 2011. 51 p. (Texto para Discussão, n. 1.598).

SERRANO, F. (2009). “Política macroeconômica e estratégia de desenvolvimento: uma visão crítica”. In: SICSÚ, João e CASTELAR, Armando, (org.). Sociedade e Economia: estratégia de crescimento e desenvolvimento. Brasília: IPEA, 2009. p.121-130.

SERRANO, F. (2010). "Juros, Câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil". São Paulo-FGV, Revista de Economia Política. 2010.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011) Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000, IV encontro da associação Keynesiana Brasileira, agosto 2011

SUMMA, R. (2012) An alternative model to the open-economy "new consensus". Distribution and Aggregate Demand, First Young Researchers' Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy
Roma Tre University.

TCHERNEVA, P. (2011) Modern Monetary Theory and Mr. Krugman: A Way Forward," March 28, 2011, <http://neweconomicperspectives.org/>

UN-DESA (2012), World Economic Situation and Prospects 2012 Update as of mid-2012, United Nations, Division of Economic and Social Affairs, New York, 2012

VERNENGO, M. 2011. "The Brazilian Economy after Lula: What to Expect?," CESifo Forum, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich, vol. 12(1), pages 17-22, 03.