

# **FLOTACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E IMPLEMENTACIÓN DEL *INFLATION TARGETING*.**

## **REQUISITOS Y LECCIONES DE UNA TRANSICIÓN EXITOSA<sup>1</sup>**

### **- EL CASO BRASILEÑO -**

**Lic. Juan Carlos N. Soldano Deheza\***

**Febrero de 2002**

**Universidad del Congreso**  
Departamento de Investigaciones Económicas

\* Economista. Fue jefe de gabinete del Embajador argentino en Brasil en el período 1997-2000. Actualmente es consultor asociado de Cátia Vasconcelos Assessoria Empresarial Ltda. y Profesor Visitante de la Universidad del Congreso.

---

<sup>1</sup> Agradezco los comentarios realizados al presente trabajo por el Dr. Patricio Cataldo de la Cortina (Regerbanc), Lic. Gustavo Svartzmann (SEPYME), Dr. Marcio Verdi (Coget/Receita Federal/Min. Fazenda), Lic. Edgardo Figueroa (Fundación Andina). Cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad del autor.

# INDICE

<b>Sumario Ejecutivo</b>	<b>Página 3 a 5</b>
<b>Abstract</b>	<b>Página 6</b>
<b>Introducción</b>	<b>Página 7</b>
<b>Contexto macroeconómico y político previo a la flotación</b>	<b>Página 8 a 12</b>
<b>El período inicial de la flotación</b>	<b>Página 13 a 16</b>
<b>Las anclas de la economía - Inflation Targeting + Ajuste fiscal</b>	<b>Página 17 a 22</b>
<b>Metas de Inflación. Instrumentos</b>	<b>Página 23 a 29</b>
<b>El proceso de <i>pass-through</i> del tipo de cambio a precios. Conclusiones e incógnitas respecto al futuro</b>	<b>Página 30 a 38</b>
<b>La respuesta de la economía en términos de crecimiento económico</b>	<b>Página 39 a 47</b>
<b>Anexo - Comparación con el caso Argentino</b>	<b>Página 48 a 59</b>
<b>Bibliografía utilizada</b>	<b>Página 60</b>

## SUMARIO EJECUTIVO

El contexto previo a la flotación de la economía brasileña tuvo significativa influencia en el éxito obtenido por las autoridades económicas en términos de bajos coeficientes de traslado a precios de la devaluación y crecimiento de la economía.

Al éxito por todos conocido, desde el punto de vista del crecimiento económico y el aumento del ingreso real de la población, de la primera etapa del Plan Real, que encubrió los fuertes desequilibrios fiscales que acabaron culminando en la necesidad de dejar flotar la moneda, se sumaron dos aspectos particularmente importantes que sentaron las bases posteriores para una exitosa implementación del *Inflation Targeting* como ancla nominal de la economía.

La resolución del problema del crónico endeudamiento de los gobiernos subnacionales sobre la base de un financiamiento a largo plazo y relativamente baja tasa de interés de sus deudas –que permitió el funcionamiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal- y el fortalecimiento del sistema financiero público y privado, que fueron parcialmente responsables del fuerte incremento de la relación Deuda / Producto Bruto Interno de Brasil, fueron, a nuestro modo de ver, elementos claves para ello.

La fuerte pérdida de reservas cambiarias durante el último semestre de 1998, derivó en la necesidad de dejar flotar la moneda libremente a inicios de 1999. Un fuerte aumento en la tasa de interés, combinado con la designación de autoridades en el Banco Central ampliamente respetadas por el mercado, un ajuste fiscal significativo y creíble, el mantenimiento del acuerdo con el FMI y un brillante proceso de negociación con los Bancos internacionales, que financiaban la mayor parte de las líneas de corto plazo a las que tenía acceso el mercado, permitió que el *overshooting* inicial en la cotización del dólar (que alcanzó a casi 90%) fuese rápidamente controlado y se revirtiesen las expectativas negativas, determinando bajos coeficientes de traslado a precios minoristas derivados de la devaluación.

El gobierno brasileño, a través de una deliberada política de otorgar *hedge* cambiario a los agentes económicos, que tuvo un costo fiscal significativo, permitió que los efectos negativos de la devaluación fueran minimizados.

La autoridad monetaria, frente a la necesidad de sustituir al tipo de cambio como ancla nominal de la economía, decidió utilizar el régimen de Metas de Inflación, el que requiere como paso previo, eliminar la “dominancia fiscal” – o sea asegurar una política fiscal compatible con el equilibrio macroeconómico- de la mente de los agentes del mercado.

Las Metas de inflación hacen que la política monetaria se concentre en la búsqueda de un determinado nivel de inflación, que puede ser

fácilmente evaluada en cuanto a su grado de éxito por el mecanismo simple de comparar la inflación observada frente a la meta planteada. Existe un casi absoluto grado de consenso en la literatura acerca de que el diseño de una política de Metas de Inflación requiere de por lo menos 5 objetivos declarados:

- El anuncio público de objetivos numéricos de inflación de mediano plazo,
- Un compromiso institucional con la estabilidad de precios como objetivo primario de la economía, a los que los demás objetivos se subordinan,
- Una estrategia inclusiva de información que, ayudada por el uso de diferentes variables y modelos, permita a la autoridad monetaria la determinación del conjunto de instrumentos de política,
- Una estrategia de política monetaria transparente que le otorgue un rol central a la comunicación al público de los planes, objetivos y racionalidad de las decisiones del Banco Central,
- Mecanismos que conviertan en responsable a la autoridad monetaria respecto de alcanzar sus respectivos objetivos de inflación.

Alcanzar estos objetivos exige un conjunto de pasos a ser cumplidos, a saber:

- Fijación de un índice de precios de referencia,
- Objetivo central, techo y piso de dicho índice en forma numérica y temporal,
- Compatibilidad con las restantes políticas gubernamentales,
- Marco institucional que asegure la independencia operativa del Banco Central y sus responsabilidades,
- Transparencia de la política monetaria,
- Desarrollo de modelos predictivos,

La determinación del coeficiente de traslado a precios de la devaluación se convierte en un elemento clave para que la autoridad monetaria pueda predecir la inflación minorista esperada y, consecuentemente, utilizar las herramientas de política monetaria para alcanzar el objetivo fijado. Los principales determinantes de este coeficiente son: el *gap* entre Producto potencial y Producto real, la sobrevaluación del tipo de cambio al momento de la devaluación, la tasa de inflación inicial y el grado de apertura de la economía.

El modelo estructural utilizado por el Banco Central de Brasil se ha mostrado razonablemente eficiente en cuanto a su poder predictivo en términos de inflación. Sin embargo, dado que los puntos de partida actuales difieren respecto de los de 1999, es posible esperar que los coeficientes de *pass-through* futuros sean mayores que los observados en el pasado, en caso de nuevas desvalorizaciones significativas de la moneda brasileña.

El crecimiento de la economía brasileña en 1999 sorprendió a todos y abrió el camino para la importante recuperación del año 2000. Un

conjunto de factores exógenos y endógenos complicaron los resultados del año 2001.

No obstante las promisorias perspectivas que ofrece la economía brasileña bajo el régimen de cambio flotante, existen algunas cuestiones que pueden complicarlas. Todas ellas se encuentran vinculadas con el campo fiscal y son:

a) la necesidad de realizar un Reforma Tributaria que, al mismo tiempo que mejora las condiciones de competitividad del sector productivo, sobre todo frente a la necesidad de avanzar en acuerdos comerciales multilaterales, mantenga los elevados niveles actuales de presión tributaria, necesarios para obtener altos niveles de superávit fiscal primario.

b) la capacidad de estabilizar o disminuir la relación Deuda / Producto, exige el mantenimiento de altas tasas de crecimiento (> a 4% anual) y disminuir la tasa de interés media de la deuda, en un contexto en el que la alta proporción de la deuda sujeta a las fluctuaciones del tipo de cambio deberá mantenerse y en el que, en los últimos años, se repiten de 2 en 2 años, crisis derivadas de factores exógenos o endógenos, que disminuyen sensiblemente la tasa de crecimiento promedio de la economía.

Aunque algunos de los elementos iniciales determinantes de los bajos coeficientes de *pass-through* en Brasil se encuentran presentes en el caso argentino, como son; el *gap* entre Producto potencial y Producto real, la sobre valuación del tipo de cambio al momento de la devaluación, la tasa de inflación inicial y el bajo grado de apertura de la economía, cuestiones vinculadas con la "dolarización mental" de los agentes económicos argentinos y fuertes expectativas negativas sobre la perdurabilidad de altas tasas de desvalorización nominal de la moneda local, tienen condiciones de provocar coeficientes de traslado a precios muy superiores a las observadas en el caso brasileño.

Las condiciones iniciales necesarias para implementar un exitoso régimen de metas de inflación, según la definición de Barry Eichengreen, que existían en Brasil, no se reproducen en Argentina ya que se requieren sistemas financieros sólidos y bien regulados en los que existen amplios mercados para obtener coberturas, tanto de tipo de cambio como de tasas de interés, y en los que la autoridad monetaria posee un razonable grado de credibilidad. El éxito en la implantación de este modelo en Argentina dependerá, además de una gran solidez fiscal, de la capacidad de las autoridades económicas de recrear un sistema financiero creíble, mercados de capitales en los que sea posible obtener coberturas frente a los riesgos de tasa de interés y tipo de cambio y una autoridad monetaria que genere confianza a los operadores.

Si la decisión es avanzar en este sentido, se sugieren algunas medidas tendientes a generar un marco institucional que permita su implementación eficiente.

## ABSTRACT

Dentro de los casos más recientes de transición a regímenes de flotación del tipo de cambio, el caso brasileño por su cercanía geográfica e intensidad de la relación bilateral, así como el éxito obtenido en términos de baja inflación en los precios al consumidor, relativa estabilidad macroeconómica y crecimiento, parece ser un interesante caso de análisis y un espejo donde Argentina podría mirarse.

A inicios de 1999, Brasil pasó por un fuerte proceso de desvalorización nominal de su moneda (50% en 60 días).

La fijación de un ancla (Metas de Inflación) acompañada de una trayectoria fiscal sólida y percibida como sustentable en el tiempo, junto a un marco institucional que aseguró su mantenimiento, fueron los determinantes, por la confianza que generaron, para que esta desvalorización sólo se trasladara a precios al consumidor en forma parcial y, de manera simultánea, la economía brasileña reiniciara una trayectoria de crecimiento.

El bajo coeficiente de traslado a precios de la devaluación, vinculado esencialmente a un tipo de cambio sobrevaluado, una economía en recesión y un bajo nivel de inflación inicial, fue determinantes para el control de la inflación minorista.

Ello permitió que la devaluación operase centralmente como un mecanismo de reacomodamiento de los precios relativos, más que como un inductor a un aumento generalizado en los precios.

Por otra parte, la fuerte expansión del crédito al sector privado, especialmente del crédito para consumo, fue el determinante principal de la expansión de la economía entre el último trimestre de 1999 y el primer trimestre del 2001.

Los puntos de partida de la economía Argentina, en cuanto a sobrevaluación de la moneda, recesión e inflación inicial, son similares, e incluso sensiblemente más agudos, que los existentes en Brasil en enero de 1999, sin embargo un "framework" político - institucional diferente puede conducir a resultados distintos a los observados en el caso brasileño.

## INTRODUCCIÓN

El objetivo de este *paper* es realizar una descripción del caso brasileño, en lo que hace a la salida de un sistema en el cual el ancla nominal de la economía era un tipo de cambio semi-fijo, hacia un régimen de flotación “cuasi” limpia de la moneda, en el que el ancla de la economía pasa a ser las Metas de Inflación, en un contexto de baja inflación y crecimiento económico.

El contexto previo a la flotación, en la medida en que introdujo algunos grados de flexibilidad en la tradicional rigidez de la economía brasileña y promovió, a través de una apertura de la economía, un fuerte incremento de la productividad total de los factores tuvo, necesariamente, consecuencias en la implementación exitosa del régimen de Metas de Inflación.

Se analiza la sustitución del “ancla” de la economía, desde una basada en el tipo de cambio hacia un régimen en el cual el ancla es un objetivo de inflación medido por precios al consumidor –IPCA- (a efectos de preservar el poder de compra en moneda nacional de la población), acompañada de un riguroso proceso de ajuste fiscal, sostenible en el tiempo, con altos niveles de superávit primario.

Se describe en forma sucinta el modelo de proyección de inflación utilizado por la autoridad monetaria dado que es el que guía la aplicación del *set* de instrumentos monetarios utilizados para el control de la inflación minorista. El rol del tipo de cambio nominal y el coeficiente de traslado a precios son determinantes centrales de este modelo.

Luego se presentan las conclusiones obtenidas y los problemas que se observan para el futuro, en particular las relacionadas con el mencionado coeficiente de traslado a los precios y la solvencia intertemporal del Sector Público brasileño.

Posteriormente se comparan los puntos de partida de Argentina y Brasil al momento de introducirse un régimen de flotación y las diferencias existentes en cuanto al marco inicial para la introducción de un régimen de Metas de Inflación en Argentina.

A este efecto dividimos el trabajo en varios capítulos y un anexo:

- 1. Contexto macroeconómico y político previo a la flotación**
  - 2. El período inicial de la flotación**
  - 3. Las anclas de la economía - Inflation Targeting + Ajuste fiscal**
  - 4. Metas de Inflación. Instrumentos**
  - 5. El proceso de *pass-through* del tipo de cambio a precios. Conclusiones e incógnitas respecto al futuro**
  - 6. La respuesta de la economía en términos de crecimiento económico**
- Anexo - Comparación con el caso Argentino**

## **1. CONTEXTO MACROECONÓMICO Y POLÍTICO PREVIO A LA FLOTACIÓN**

A partir de inicios de la década del '90, Brasil inició un proceso de apertura de su economía y de integración al mundo globalizado. El éxito inicial del Plan Real, que permitió una sustancial baja de la inflación, le otorgó al Presidente Cardoso, un margen de poder político suficiente para continuar un importante proceso de privatizaciones de empresas públicas (iniciado en el gobierno del Presidente Collor de Melo), saneamiento del sistema financiero y desmonte de una parte importante del dirigismo imperante en la economía brasileña, ya que la sociedad vivía un proceso de euforia de consumo reprimido, derivado del fenómeno de estabilidad de precios y aumento del poder de compra del salario.

No obstante, las carencias antes comentadas en la implementación de una Reforma del Estado y una Reforma Tributaria que aseguraran un razonable equilibrio fiscal y una adecuada capacidad de los sectores productivos para responder a las nuevas condiciones de competencia en el mercado interno, así como la existencia de financiamiento internacional abundante para esos desequilibrios fiscales, sembraron la semilla para que, en el futuro, se produjera una severa crisis de financiamiento del balance de pagos.

Brasil pasó de un superávit fiscal primario en el último cuatrimestre de 1994 en el entorno de 5% del PBI a un déficit primario en el último trimestre de ese año que se mantuvo, con pequeñas oscilaciones, en un rango de entre 0 y 2% del PBI hasta fines de 1998. Este proceso es un subproducto de la transición de una economía con alta inflación a una relativamente estabilizada, donde una parte significativa de los ingresos públicos provenían del cobro del impuesto inflacionario, que no pudieron ser substituidos integralmente por impuestos "normales", y donde simultáneamente se conjugó la necesidad política de sostener crecientes niveles de gasto para satisfacer las demandas de los diferentes sectores que integraban la coalición de gobierno.

La estabilización de la economía, en un contexto de fuerte crecimiento del gasto público que generó una importante sobrevaluación de la moneda, produjo un importante cambio de signo en la balanza comercial, que generó un creciente déficit en la cuenta de transacciones corrientes de la balanza de pagos.

La existencia de una virtual "tablita cambiaria" con un importante diferencial entre las tasas de interés internas e internacionales, en un contexto de gran liquidez internacional y avidez por las emisiones de títulos de los países emergentes, permitió financiar el déficit del sector público y los desequilibrios de la balanza de pagos hasta 1998, aunque a un costo sustancial, en términos de aumento de la deuda pública, debido a la alta tasa de interés real y la necesidad de esterilizar los ingresos de divisas.

Dicha "tablita", implantada poco después de la crisis mexicana de fines de 1994, tenía como objetivo una lenta pero persistente recuperación de la sobrevaluación inicial de la moneda, tendiente a llegar al 2001 con un tipo de cambio real similar al de junio / julio de 1994, considerado, en general, como de equilibrio.

Este modelo obtuvo un fuerte éxito en términos de aumento del salario real, crecimiento económico y caída en la tasa de desempleo hasta la crisis asiática de mediados de 1997.

Para enfrentar dicha crisis el Banco Central duplicó la tasa de interés nominal llevándola a 43% anual (recuérdese que la tasa de inflación se encontraba en aproximadamente 2% anual) y el Gobierno Federal propuso al Congreso un paquete fiscal denominado "Paquete 51", con una serie de medidas tendientes a aumentar impuestos y reducir el gasto público, con un efecto fiscal positivo esperado de cerca de 3 puntos porcentuales del PBI. Como es habitual en estos casos, ante la mejora de la situación internacional y el restablecimiento de los flujos de capital, las únicas medidas implementadas fueron las destinadas al aumento de impuestos y el gasto público no sólo no se redujo, sino que creció en términos reales en 1998.

La mejora del contexto internacional y el soporte del mercado a la actuación del Banco Central permitieron resolver la crisis y ya hacia fines del verano de 1998 se volvió a bajar la tasa de interés a los niveles pre-crisis.

El *default* de Rusia en agosto de ese año, llevó al Banco Central a implementar una nueva ronda de restricciones monetarias ante una fuga de capitales que determinó una violenta caída de las reservas, y el gobierno envió al Congreso un nuevo paquete fiscal, además de implementar un Acuerdo de Facilidades Ampliadas con el FMI para otorgarle un mayor grado de respaldo. Ello le permitió al Presidente Cardoso obtener su reelección, entre otras cosas, sobre la base de un compromiso no explicitado de mantenimiento del valor de la moneda en U\$S –este hecho se ve reflejado en la fuerte caída, posterior a la devaluación, que muestran las encuestas sobre la confianza en el Presidente Cardoso-. Sin embargo, el mercado no demostró la misma confianza que en ocasión de la crisis anterior lo que, unido a las dificultades encontradas en el Congreso para la aprobación del paquete fiscal y el *default* de la deuda externa del Estado de Minas Gerais llevaron, en los últimos días de 1998 e inicio de 1999, a una fuerte corrida sobre el tipo de cambio, el que, ante la fuerte pérdida de reservas experimentada<sup>2</sup>, llevó a la desvalorización de la moneda. Hay 3 puntos del período 95/98 que, a nuestro modo de ver, exigen una explicación un poco más detallada, debido a sus implicaciones posteriores en la evolución de la economía brasileña.

---

<sup>2</sup> Una proporción de las reservas estaba constituida por capitales de corto plazo que ingresaron al Brasil para arbitrar tasas de interés.

### **1.1. Relación Gobierno Federal – Estados – Municipios.**

Al inicio del plan Real, los Estados y Municipios se encontraban fuertemente endeudados, y casi técnicamente quebrados desde el punto de vista fiscal, utilizando como fuente principal de financiamiento a los bancos estatales, lo que virtualmente inviabilizaba su funcionamiento.

Dado el peligro de crisis sistémica en el mercado financiero que ello generaba, y el potencial inflacionario de la quiebra de estos Bancos, el Gobierno Federal intervino la mayor parte de estos<sup>3</sup> y canjeó las deudas que Estados y Municipios tenían con ellos y con el mercado financiero por títulos federales, refinanciando estas deudas a 30 años por el Índice de Precios Combinado (IGP-DI) + 6 o 7,5%, dependiendo de las condiciones de los contratos, garantizado su repago con un porcentaje de la coparticipación federal<sup>4</sup>.

Esta refinanciación sentó las bases financieras para la aplicación de la Ley Complementar 101/01, conocida como Ley de Responsabilidad Fiscal<sup>5</sup>, que establece un severo conjunto de normas respecto a la administración presupuestaria de los 3 niveles de gobierno y un compromiso de largo plazo con una administración fiscal responsable en todos los niveles de gobierno.

### **1.2. La cuestión de la deuda pública.**

El crecimiento del déficit fiscal nominal<sup>6</sup> del Sector Público Consolidado, así como la monetización de determinados "esqueletos"<sup>7</sup>, la refinanciación de las deudas estatales, la consolidación del sistema financiero privado y la necesidad de esterilizar los ingresos de divisas derivados de los diferenciales existentes entre la tas de interés interna y externa, se vio reflejada en un fuerte crecimiento de la relación Deuda / P.B.I. a lo largo de la segunda mitad de la década de los '90, llevándola de algo más de 30% del PBI a fines de 1994 a alrededor de 42% en los momentos previos a la flotación. (Cuadro I)

---

<sup>3</sup> Esta es una sobresimplificación de la cuestión, pero que se plantea en estos términos ya que no afecta al objeto de este análisis.

<sup>4</sup> Los servicios de capital e intereses son 13% del presupuesto anual de los Estados y Municipios que se acogieron a la refinanciación.

<sup>5</sup> Los conceptos de prudencia fiscal que contiene esta Ley merecerían una explicación bien más detallada. Por razones de espacio los hemos omitido. Para quien interese conocer un resumen de ellos ver Informe Político y Económico de Brasil Nro 18 del autor de este trabajo o los diferentes artículos al respecto publicados en el site del BNDES.

<sup>6</sup> Déficit "debajo de la línea". Incluye los intereses de la deuda pública.

<sup>7</sup> Pasivos no explicitados en las cuentas públicas. Recientes declaraciones del Secretario Adjunto del Tesoro que el valor en moneda corriente de estos "esqueletos" entre 1996 y final del 2001 alcanzó a R\$ 90.400 millones (aproximadamente 20% del incremento experimentado en el período). Nótese que en estos valores no están incluido los intereses devengados por ella. Resta todavía incorporar deudas bajo estudio por un valor aproximado actualizado de R\$ 65.000 millones (aprox. 10% de la DNSP). Nótese que en estos valores no están incluido los intereses devengados por ella.

Cuadro I

(En R\$)	Saldos	% del PBI	Saldos	% del PBI
	Dic 1994		Dic 1998	
<b>DNSP<sup>8</sup></b>	<b>153.163</b>	<b>30,4</b>	<b>385.870</b>	<b>41,7</b>
Federal	65.836	13,1	231.268	25,0
Estadual y Municipal	51.091	10,1	130.905	14,1
Empresas públicas	36.236	7,2	23.697	2,6
Deuda Interna	108.806	21,6	328.693	35,5
Deuda Externa	44.357	8,8	57.177	6,2

Fuente: Elab. propia con datos Bacen

Es particularmente importante tener en cuenta que la proporción de deuda interna en el total de la deuda pública era altamente significativa (85%) en ese momento, ya que redujo la necesidad de acceder a financiamiento externo para mantener a la economía funcionando. No obstante, no puede ser despreciado el análisis de como está compuesta la deuda interna y sus diferentes regímenes de ajuste, ya que ello tuvo, y tiene en la actualidad, un fuerte impacto en su trayectoria. (Cuadro II)

Cuadro II

Deuda Pública Interna Neta Federal - Distribución por índice de ajuste										
Fin de período	Total	Cambio	TR <sup>9</sup>	IGP-M <sup>10</sup>	Selic <sup>11</sup>	Tasa fija	TJLP <sup>12</sup>	IGP-DI	Otros	Total
Dic. 1994	61.782	8,3	23,0	12,5	16,0	40,2	-	-	-	100,0
Dic. 1998	323.860	21,0	5,4	0,3	69,1	3,5	0,2	0,1	0,5	100,0
Ene. 1999	364.478	30,4	4,5	0,3	57,9	6,0	0,2	0,0	0,7	100,0
Feb. 1999	379.522	29,9	4,4	0,3	57,2	7,4	0,2	0,0	0,6	100,0
Mar. 1999	365.649	25,5	4,0	0,2	68,2	1,2	0,2	0,0	0,7	100,0

Fuente: Elab. propia con datos Bacen

La modificación de las proporciones de los indexadores en los diferentes momentos analizados a favor de deuda ajustada por tipo de cambio y a tasa de *overnight* (Selic) refleja las expectativas del mercado respecto a la trayectoria del tipo de cambio y la tasa de interés.

La trayectoria de crecimiento de la relación DNSP / PBI, que se presentaba como insostenible en el mediano plazo ya en noviembre

<sup>8</sup> El concepto más utilizado de definición de deuda pública en Brasil es Deuda Neta del Sector Público, que difiere de la definición de Deuda Pública utilizado en Argentina que está padronizado en el sistema de diseminación de datos del FMI, ya que incluye activos del gobierno tales como base monetaria, reservas, depósitos bancarios, etc.

<sup>9</sup> TR: Es una fórmula mixta que es un *proxy* de lo que en Argentina sería la tasa de caja de ahorro.

<sup>10</sup> IGP-M: Índice de precios combinado

<sup>11</sup> Selic: Tasa de *overnight*, denominada comúnmente de postfijada y que ajusta una proporción sustancial de la deuda pública denominada en R\$

<sup>12</sup> Tasa de interés de largo plazo. Surge de una fórmula matemática que lleva en cuenta el costo de captación internacional de Brasil y es la comúnmente utilizada por el BNDES para otorgar créditos de largo plazo.

de 1998, fue determinante para la firma del acuerdo con el FMI, el que tenía como objeto moderarla y posteriormente estabilizarla, mediante un fuerte programa de ajuste fiscal, que establecía agresivas metas de superávit fiscal primario.

### **1.3. Consolidación del sistema financiero privado.**

Como consecuencia de la transición de un régimen de alta inflación a uno de baja inflación, cambiaron totalmente las fuentes de recursos del sector. La incapacidad de varios de los principales bancos brasileños de adaptarse a este nuevo ambiente de negocios, unido a que fue imposible continuar disimulando una gran cantidad de créditos morosos, otorgados en condiciones irregulares y hasta fraudulentas, llevó al Banco Central a decretar la intervención, saneamiento y posterior venta de estos<sup>13</sup>.

Ello ocurrió tanto en el sector financiero público –en este caso vinculado con el problema mencionado en el punto 1.1.- como privado y generó la necesidad de crear dos programas (PROES y PROER respectivamente), que tuvieron un elevado costo cuasi fiscal, y generaron un considerable aumento de la deuda pública<sup>14</sup>.

El resultado de este proceso fue que, hacia 1998, el sistema financiero se encontraba casi totalmente saneado y extremadamente robusto.

---

<sup>13</sup> Buena parte de ellos fueron vendidos a las principales instituciones financieras del mundo (i.e.: Bamerindus al HSBC, Nacional/Excel al BBV, etc).

<sup>14</sup> El costo final de estas operaciones todavía no está definido ya que existen activos a ser vendidos. Sin embargo, el costo conjunto de ambos programas está estimado en R\$ 40.000 millones de 1997.

## 2. EL PERÍODO INICIAL DE LA FLOTACIÓN

Como dijimos en el punto anterior, a finales de 1998, la percepción de una fuerte debilidad política del Ejecutivo en su relación con el Congreso, pese a la abrumadora reelección de F.H. Cardoso, unido a la actitud del gobernador de Minas Gerais de declarar el *default* de un bono externo de su Estado, generaron una fuerte corrida contra el tipo de cambio, provocando una fuerte erosión de las reservas del Banco Central.

**Evolución de las reservas del Banco Central – U\$S millones – x Tasa Selic mensual**

Año	1994	1995	1996	1997	Jul – 1998	Oct – 1998 <sup>15</sup>	Dic -1998	Ene-1999	Feb - 1999
Reservas	36.471	50.449	59.039	51.359	69.368	41.562	43.617	35.177	34.643
Selic (%)	25,218	3,6137	2.0396	1,8634	1,7037	2,9401	2,4016	2,1780	2,3787

Fuente: Elab. propia con datos BCB-DEPIN

La escasa efectividad para contener la corrida, llevó a la renuncia del Presidente del Bacen<sup>16</sup>, Gustavo Franco, y la asunción del director de Política Monetaria, Francisco Lopes, quien intentó contener la corrida instrumentando un sistema de flotación con bandas, con un complejo mecanismo de regulación denominado "banda diagonal". No interesa explayarse al respecto ya que este duró sólo 48 horas y, ante su fracaso y la continuación de la corrida sobre las reservas, se dejó flotar la moneda a partir del 15/1/99<sup>17</sup>.

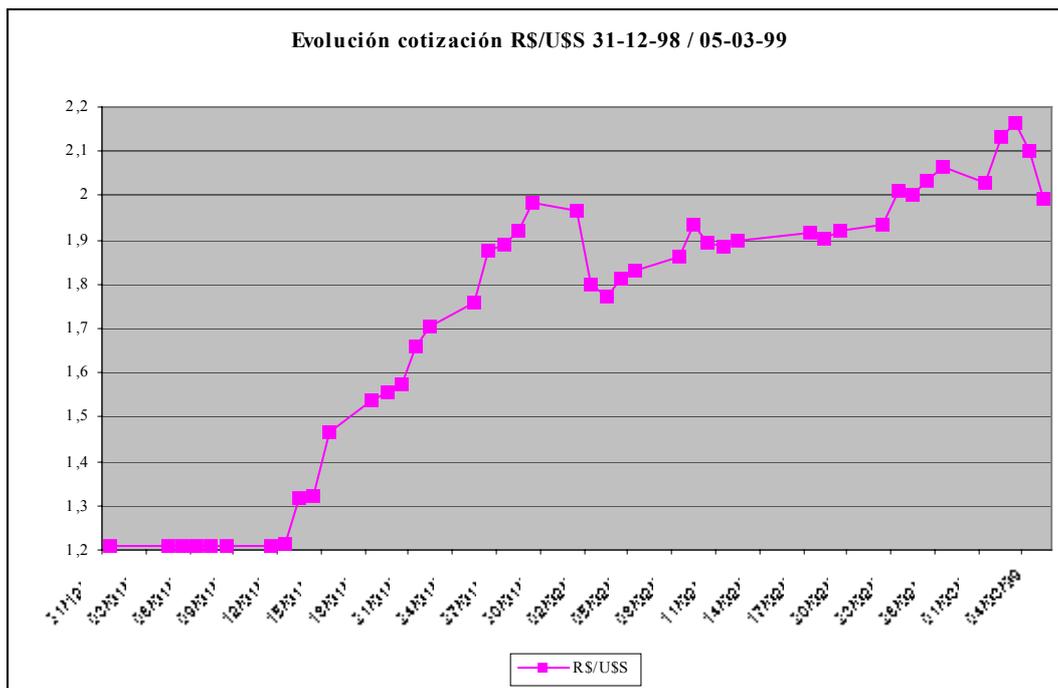
Durante este período la tasa de interés prime (tasa Selic) de la economía fue aumentada de 22% a 39%, con el objetivo –fracasado– de contener expectativas y, posteriormente, moderar una eventual escalada inflacionaria frente al violento proceso de desvalorización de la moneda.

En el gráfico que sigue se observa la virulencia (63,7%) de la desvalorización que llevó el tipo de cambio de R\$ 1,2114 a R\$ 1,9832 en 17 días corridos. El pico de la desvalorización se observó en los primeros días de marzo en que el tipo de cambio llegó a R\$ 2,16/U\$S.

<sup>15</sup> La caída de reservas experimentada entre Julio y Octubre está vinculada con la crisis rusa. La devaluación no fue realizada en ese momento ya en Octubre se realizaban las elecciones presidenciales.

<sup>16</sup> Banco Central do Brasil

<sup>17</sup> El período transcurrido entre el anuncio del default de la deuda de Minas Gerais y la flotación del dólar descriptas en este párrafo fue de 11 días corridos.



Fuente: Elab. propia con datos Bacen

El impacto de la devaluación sobre precios, en el mes inmediato subsiguiente –febrero– fue extremadamente fuerte en mayoristas (> a 7%), e importante, pero sensiblemente menos significativo, en minoristas (1%), lo que parecía preanunciar una fuerte dinámica inflacionaria.

Debe tenerse en cuenta que el aumento en los índices de precios al consumidor devino, en forma directa, de aumentos en los precios de bienes transables, y que los precios de los servicios –sobre todo los públicos –denominados precios administrados<sup>18</sup>–, no registraron aumentos, ya que por las condiciones de pliego de las privatizaciones, ellos se ajustan por IGP-M (índice de precios combinados) en forma semestral o anual, según los casos.

Mes / Var. mensual (%)	IPC-A	Alim. y bebidas	Habitación	Art. P/hogar	Vestimenta	Transportes	Comunicación	Salud	Gtos General.	Educación
Dic/98	0,33	0,1	0,44	-0,9	0,35	-	-	0,47	0,31	-
Ene/99	0,7	0,9	0,06	0,27	-0,25	-	-	0,43	1,63	-
Feb/99	1,05	2,71	0,41	1,5	-1,23	-	-	0,48	-0,57	-
Mar/99	1,1	2,01	0,79	1,63	-0,07	-	-	1,32	0,55	-

Fuente: IBGE

<sup>18</sup> Precios administrados según la definición del Banco Central son aquellos precios cuya sensibilidad a la oferta y demanda son menores que los del mercado. Representan el 30,7% del IPC-A e incluyen electricidad (3,87%), combustibles (4,43%), teléfono fijo (3,02%), ómnibus urbano (4,61%), planes de salud (2,55%), obras sanitarias (1,64%), gas de garrafa (1,35%), entre otros.

El Gobierno Federal obligó a Petrobras<sup>19</sup> a absorber el aumento en los precios de los combustibles y sólo le permitió trasladar ese aumento en forma paulatina. En el caso de la energía eléctrica generada por Itaipú (emprendimiento hidroeléctrico binacional), que abastece el 12% de la energía consumida en Brasil, se negoció un dólar intermedio por un período de tiempo.

Por otra parte debe tenerse en cuenta que, al momento de la devaluación, la economía se encontraba en recesión lo que inhibía, de manera parcial, la posibilidad de traslado a precios finales de los aumentos en los costos.

En este sentido, el accionar de los supermercados, con su poder de fijación de precios sobre sus proveedores y la decisión de liquidar stocks excedentes de productos importados aunque fuera a pérdida, fue determinante, en el muy corto plazo, para inhibir en forma parcial el traslado a precios al consumidor de los aumentos de precios solicitados por sus proveedores.

Debe recordarse también que se encontraba vigente el acuerdo de fines de 1998 con el FMI que, junto a otros organismos multilaterales, había montado un paquete de ayuda crediticia de U\$S 41.000 millones, y que había sido aprobado contra la opinión del staff técnico del Fondo, el que fue urgentemente renegociado<sup>20</sup>, estableciendo nuevas metas de crecimiento (-3,5%), inflación (17% por precios combinados), y de evolución de la deuda pública, así como la imposibilidad por parte del Bacen de operar en los mercados de futuros y derivados de divisas, aunque manteniendo y reforzando las exigencias en cuanto a superávit fiscal primario del Sector Público Consolidado.

El mantenimiento del acuerdo con el FMI fue fundamental ya que en ese momento Brasil tenía cerrado su acceso a los mercados internacionales de crédito, ante los temores respecto de un posible *default* y los vencimientos de la deuda pública y privada solo podrían ser cancelados apelando a las reservas y a estos préstamos.

Debe destacarse que los violentos aumentos en la tasa de interés ocurridos durante la crisis asiática y rusa así como los efectos de la desvalorización, no fueron muy significativos para el sector financiero y productivo privado por dos razones;

- En el caso del sector financiero, los bancos tenían una relativamente baja exposición de crédito al sector privado, se encontraban bien capitalizados y la mayor parte de sus recursos líquidos estaban colocados en títulos públicos federales con tasas de ajustes post-fijadas, o ajustadas por tipo de cambio, de manera tal que el aumento en las tasas así como la devaluación, en general, tendieron a aumentar sus ganancias.

---

<sup>19</sup> Empresa Pública que cotiza en Bolsa cuyo paquete de control y gerenciamiento se encuentran en manos del gobierno.

<sup>20</sup> 1ra Revisión trimestral

- El sector productivo privado, por su parte, tenía una relativamente baja exposición crediticia en moneda local y la mayor parte de su deuda con el exterior tenía *hedge* en el mercado interno. Adicionalmente, otro elemento a considerarse es que los plazos de pago en Brasil son relativamente cortos (30 días), lo que permitió amortiguar el impacto de la desvalorización en el capital de giro de las empresas.

La protección frente a la desvalorización la brindó el propio Banco Central que entregó todos los títulos con ajuste dólar que el mercado le solicitó, junto con las masivas ventas de dólares a futuro realizadas a finales de diciembre de 1998 e inicios de enero con el objetivo de controlar la corrida, lo que explica el fuerte crecimiento de la deuda ajustada por tipo de cambio que se mostró en el Cuadro II.

Adicionalmente, parte de la fuga de reservas ocurrida durante la crisis rusa fueron compras de divisas realizadas por el sector privado para la recompra de bonos propios emitidos en los mercados de capitales internacionales, las que no fueron registradas ante el Banco Central<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Hace pocos meses el Bacen realizó un significativo ajuste (US\$ 16.000 millones) en la Deuda Externa Total (pública + privada) Brasileña, por este motivo.

### 3. LAS ANCLAS DE LA ECONOMÍA – METAS DE INFLACIÓN + AJUSTE FISCAL

La decisión del Presidente Cardoso de invitar a Arminio Fraga a asumir la conducción del Banco Central fue determinante para iniciar el restablecimiento de la confianza del mercado en la actuación del gobierno<sup>22</sup>.

Cuando a principios de marzo del 99 Arminio Fraga asume la conducción del Banco Central, su primera medida fue aumentar la tasa de interés de 39 a 45%, de forma tal de señalar al mercado que su objetivo sería el control de la inflación, tratando de evitar el traslado a precios al consumidor de la desvalorización. Debe hacerse notar que fue claramente explicitado que el objetivo primordial del Banco Central era el control de la inflación minorista y que la política monetaria sería el instrumento a utilizar en la búsqueda de índices razonables (0,5/0,7% mensual) en el mediano plazo (fin de 1999). La tasa Selic fue fijada utilizando como valor de referencia el de los contratos de corto plazo de futuros de tasa de interés, convalidando las expectativas del mercado y mostrando que el Bacen no iba a actuar en contra de este.

La segunda medida fue anunciar que el ancla de la economía estaría basada en Metas de Inflación (*inflation targeting*), las que serían anunciadas en el mes de junio de 1999, de manera tal de dar al mercado la posibilidad de ver que el proceso de ajuste fiscal en curso se realizaba en forma exitosa, cumpliendo durante un período de tiempo más o menos prolongado (6 meses) las metas de superávit primario y disminuyendo, parcialmente, el impacto de la devaluación y del aumento de la tasa de interés sobre el stock de la deuda<sup>23</sup>, además de dar tiempo al Banco Central para comenzar a preparar el herramental necesario, a nivel de modelos de proyecciones de inflación, que sería utilizado.

La tercera medida fue realizar un *road show* con los bancos internacionales que financiaban el comercio exterior brasileño y las líneas interbancarias, tendiente a demostrar la viabilidad de la política económica a ser implementada y obtener de ellos un compromiso respecto del mantenimiento de determinados niveles mínimos de líneas de crédito, de forma tal de asegurar el *roll-over* de los vencimientos de estas líneas. Es particularmente interesante el proceso negociador realizado con los bancos con este objetivo<sup>24</sup>, aunque comentarlo excede los objetivos de este trabajo.

---

22 Parece importante remarcar que, además de una política coherente en términos técnicos, la existencia inicial de una figura y un equipo que revistan condiciones de amplia confiabilidad para los mercados es fundamental para la implementación inicial de una mudanza radical en las anclas de la economía.

<sup>23</sup> Nótese que, durante ese período, los superávits primarios obtenidos excedieron los comprometidos con el FMI.

<sup>24</sup> El foco fue solucionar el famoso “dilema del prisionero”, en este caso representado por el hecho que ningún banco quería quedar sobreexpuesto crediticiamente con Brasil.

La cuarta medida fue anunciar que la política cambiaria a seguir sería la de flotación pura<sup>25</sup>, en la cual el Banco Central se reserva el derecho de intervención exclusivamente en caso de observar la formación de burbujas especulativas o complicaciones en la formación de precios en el mercado. Este principio fue sacramentado en el memorando de entendimiento con el FMI. Arminio Fraga fue muy explícito en este sentido al señalar públicamente que la moderna literatura económica se inclinaba por los regímenes cambiarios extremos, sea un sistema del tipo de la convertibilidad o una flotación limpia y que él, para la economía brasileña, se inclinaba por este último régimen.

No se introdujeron restricciones adicionales a las ya vigentes al funcionamiento del mercado de cambios. Es más, Fraga anunció que consideraba importante la unificación del mercado de cambios (debe recordarse que existían dos mercados, comercial y flotante), y su liberalización que, con el paso del tiempo, fue concretando.

Esto conjunto de medidas iniciales fue determinante para un inmediato restablecimiento de la confianza<sup>26</sup>, que provocó una fuerte caída en la cotización del dólar de un pico de R\$ 2,16 a inicios de marzo a R\$ 1,72 a fin de ese mes, acompañada por una fuerte baja en los premios de los contratos de futuros de tasa de interés en ese mes y los subsiguientes, la que fue acompañada por movimientos similares en la tasa Selic por parte del Banco Central.

Simultáneamente, otros procesos coadyudaban en los primeros meses de implantación del Inflation Targeting;

- La ya mencionada resistencia de los supermercados (que concentran la mayor parte de la venta de bienes de consumo<sup>27</sup>) a aceptar aumentos en los precios, que obligó a que las empresas absorbieran, con las ganancias de productividad y mejoras logísticas obtenidas a lo largo de la década y una reducción en los márgenes de ganancia, la mayor parte del aumento de los costos derivados de la devaluación.
- El bajísimo grado de indexación al dólar que presentaba, y continúa presentando, la economía brasileña. Culturalmente, los brasileños no piensan en dólares, excepto en los sectores

---

<sup>25</sup> En la práctica, las denominadas flotaciones puras lo son en tanto el tipo de cambio nominal se mantiene razonablemente estable. Para acceder a un tipo de cambio verdaderamente flotante existen dos requisitos principales: que la deuda pública y privada indexadas al tipo de cambio no sean significativas (por el impacto que estas fluctuaciones crea a nivel patrimonial) y que el coeficiente de apertura de la economía sea relativamente bajo. En el caso brasileño, fluctuaciones en el tipo de cambio tienen un impacto desmedido sobre la relación Deuda/ PBI, y tienden a generar una demanda adicional por *hedge* como forma de proteger el capital del sector privado, retroalimentando la presión en el mercado de cambios. En el caso de los países miembros de la UE, la mayor de la deuda se encuentra nominada en monedas nacionales –en la actualidad, Euro- y el coeficiente de apertura es muy alto, pero sesgado al comercio intraeuropeo.

<sup>26</sup> No existió intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Este se reequilibró por la acción de los agentes privados.

<sup>27</sup> Es interesante notar como la fuerte concentración del mercado (60% de las ventas de bienes de consumo son realizados por las grandes cadenas de supermercados) y la competencia entre los jugadores del sector, operaron favorablemente para los intereses del gobierno.

directamente impactados (exportadores, importadores, sector financiero, etc.). Aunque buena parte de los precios con alta incidencia en el bolsillo del consumidor, tales como alquileres, etc., tenían y tienen mecanismos pactados de indexación por índices de precios, las reformas introducidas en buena parte de esos mercados en la primera parte del Plan Real, generaron una importante oferta que limitó significativamente el aumento en los precios sin intervención gubernamental.

- El relativamente bajo coeficiente de apertura de Brasil (aprox. 14%) al momento de la devaluación, que relativizó el impacto potencial de la devaluación al circunscribirlo a una proporción relativamente pequeña de la economía.
- Una economía que había ingresado en recesión con el inicio de la crisis rusa y en la que el *gap* existente entre el Producto real y el potencial era significativo.
- La baja participación de bienes transables o con ajuste vía tipo de cambio en los índices de precios al consumidor.

		Total	Administrados	Transables	No transables
0	<i>Índice General</i>	100	35,057	33,9553	30,9873
1000000	Alimentación y Bebidas	22,2974		22,2974	
2000000	Habitación	11,8015			11,8015
2200000	Combustibles y Energía	4,4873	4,4873		
3000000	Artículos del Hogar	5,9763		5,9763	
4000000	Vestimenta	5,6816		5,6816	
5000000	Transportes	19,9933	19,9933		
6000000	Salud y Cuidados Personales	4,3084			4,3084
6101000	Medicamentos	4,4872	4,4872		
6203001	Planes de salud	2,6757	2,6757		
7000000	Gastos personales	9,9031			9,9031
8000000	Educación	4,9743			4,9743
9000000	Comunicación	3,4135	3,4135		

Fuente: Elaboración propia con datos IBGE

- El ingreso al mercado de una importante cosecha que colaboró en reducir el impacto inicial de la devaluación sobre los precios de los alimentos<sup>28</sup>, pero que al mismo tiempo redujo el impacto negativo esperado de la devaluación sobre la tasa de crecimiento del PBI, mejorando las perspectivas de mediano plazo de la economía para los inversores.
- La aparición de un incipiente superávit comercial en el primer semestre de 1999, derivado de la fuerte caída de la corriente de comercio exterior, pero principalmente de las importaciones, producto del consumo de inventarios existentes y de la caída en la demanda de bienes de consumo no durable, que ayudó a

<sup>28</sup> La particularidad que no se haya trasladado integralmente a precios la devaluación en un sector que es exportador neto, y para el cual el parámetro debería ser el precio internacional, no está adecuadamente explicada en ningún texto. A nuestro modo de ver, la explicación es que coincidió una fuerte baja en los precios internacionales, con un sector en el cual existen atrasos comparativamente grandes en cuanto a las formas modernas de comercialización, y un fuerte ahogo financiero por parte de los productores que los obligó a desprenderse rápidamente de su producción. Ello, no obstante, no explica, a nuestro modo de ver, en forma adecuada, los relativamente bajos de coeficientes de traslado a precios en años posteriores.

generar expectativas positivas sobre la futura evolución de la cotización del dólar.

- Un fuerte flujo de Inversión Extranjera Directa destinada a comprar empresas aprovechando el bajo valor en dólares de los activos brasileños, que comenzó a percibirse a partir de los meses de abril / mayo de 1999, así como la perspectiva de un tipo de cambio real de largo plazo más alto en los próximos años, que convertiría en más atractivo la fabricación local de bienes que su importación, y que aseguró un financiamiento genuino de buena parte del déficit de transacciones corrientes, limitando la presión del mercado sobre la cotización del dólar. Adicionalmente debe recordarse que las altas tasas de interés vigentes en ese momento, unidas a las expectativas sobre una estabilización del valor del dólar promovieron un ingreso de capitales de corto plazo destinado a aprovechar el diferencial de tasas de interés.
- El fuerte apretón fiscal, que derivó en un superávit primario equivalente a 4,1% del PBI en el primer trimestre de 1999, obtenido sobre la base de un estricto manejo de la caja<sup>29</sup>, que decidió al mercado a creer en la seriedad del ajuste fiscal en curso y, simultáneamente, tenía un efecto contractivo sobre la demanda agregada.
- La fuerte caída en el ingreso real de la población tanto medido en dólares como en moneda local.

Año	Salario en US\$	Índice salario en R\$
1994	394,21	102,86
1995	546,72	137,79
1996	618,77	169,90
1997	620,53	187,36
1998	599,26	200,62
1999	381,64	174,48
2000	363,56	165,11

Fuente: Banco Central/Seade/Fiesp

Las posteriores tensiones ocurridas en el mercado de cambios, debidas a factores externos (aumento en las tasas de interés internacionales, cambios en la liquidez internacional, Argentina, etc.) e internos (dudas sobre la posibilidad de alcanzar los objetivos de inflación, crisis energética, etc.), y con probables repercusiones sobre los índices de precios fueron combatidas mediante la utilización combinada de políticas fiscales (aumento en el superávit fiscal

<sup>29</sup> Merece destacarse el hecho que la administración de la caja es posible debido a la existencia de una cuenta única recaudadora y un sofisticado sistema denominado SIAFI, que ha sido exportado a casi todos los países del Este europeo, que permiten determinar en forma prácticamente *on line* las disponibilidades de caja así como el flujo de entradas y salidas de caja previsto para el corto y mediano plazo. Ello permite a la Administración Central regular en forma total la liberación de recursos destinados al segmento de gastos no vinculados del Presupuesto Federal.

primario<sup>30</sup>), monetarias (aumento de las tasas de interés y encajes bancarios) y cambiarias (intervenciones puntuales en el mercado cambiario tendientes a “pinchar” burbujas especulativas y medidas administrativas tendientes a aumentar el costo de cargar con posiciones compradas en divisas por las instituciones financieras). A continuación se presenta un cuadro en el que se describen los sucesivos shocks, y los mecanismos utilizados para absorberlos, durante la vigencia del régimen de Metas de Inflación (Cuadro III).

**Cuadro III**

Shock	Período	Descripción	Reacción
Precios administrados	Jul/99	Crece más que lo esperado por el mercado, aumento en el precio de los combustibles	Baja la tasa de interés de 22 a 21%
Precios administrados	Jul/00	Crece más que lo esperado por el mercado, aumento en el precio de los combustibles y alimentos	La tasa de interés se mantiene en 16,5%
Precios de alimentos	Jun/00	Inflación muy por debajo de lo esperado en el primer semestre del año	Reducción de la tasa de interés de 18,5% a 17,5%
Financiero	Ago/99	Desacuerdo del mercado con la política monetaria en curso, incremento de la demanda por hedge de cambio	Se mantiene la tasa de interés en 19%
Financiero	Oct/99	Inflación por arriba de las expectativas, déficit comercial, preocupación con el traslado a precios del aumento en el tipo de cambio, miedo respecto a los flujos de capital por el efecto Y2K	Se mantiene la tasa de interés en 19%. Intervenciones esporádicas en el mercado de cambios
Financiero	Abr-may/00	Caída del Nasdaq, aumento en el precio del petróleo, buenos <i>fundamentals</i> internos	Se mantiene la tasa de interés en 19%.
Financiero	Nov / 00	Precios de petróleo, Argentina	Se mantiene la tasa de interés en 16,5%
Precios del petróleo	Dic /00	Preocupación con el aumento de los precios del petróleo, precios administrados 2000, aumento inesperado de los precios de los alimentos	Se mantiene la tasa de interés en 19%, operaciones de venta de dólares con recompra a futuro
Financiero	Mar-May /00	Argentina, Temor a contagio, cierre de mercado de capitales internacional	Aumentos sucesivos de la tasa de interés hasta 19%, ampliación acuerdo con el Fondo. Intervención anunciada en el mercado de cambios spot. Aumento del superávit primario
Financiero	Sep / 00	Ataques WTC	Ventas adicionales de dólares. Modificaciones en los encajes y posiciones de cambio de los bancos. Se mantiene la tasa en 19%
Financiero	Nov/00	Reversión expectativas sobre el tipo de cambio	Se mantiene la tasa en 19%

No puede dejar de considerarse que la persistencia y el éxito del equipo económico en la obtención de las metas de superávit fiscal – las que no sólo cumplieron, sino que sobrepasaron en forma permanente lo comprometido con el FMI – representa el sustrato sobre el cual estas políticas fueron efectivas.

Esta combinación de políticas fue altamente efectiva para la consecución de las Metas de Inflación hasta el primer trimestre de 2001, cuando la combinación de la crisis Argentina, las restricciones a la oferta de energía, y su eventual repercusión en los resultados de la elección presidencial 2002 y, posteriormente, los temores respecto de las consecuencias en cuanto a flujo de capitales externos y financiamiento de la balanza de pagos de los atentados del 11 de septiembre y la guerra de Afganistán, generaron un fuerte aumento

<sup>30</sup> En este caso la medida fue tomada por el Ministerio de Hacienda. Ello muestra el grado de coordinación existente entre ese Ministerio y el Bacen.

del tipo de cambio, tanto en términos reales como nominales, que determinó que la meta de inflación para el 2001 no sea cumplida<sup>31</sup>.

La metodología del Régimen de Metas de Inflación obliga al Banco Central a explicar en una carta pública las razones por las cuales no fue alcanzado el objetivo y cuáles son las medidas que tomará para asegurar el cumplimiento de las metas fijadas en el futuro.

El prestigio conquistado por el Banco Central frente al mercado y la transparencia en la información entregada, así como las explicaciones dadas, hacen que esta falta de cumplimiento, probablemente no sea castigada en el futuro, dado que se percibe que es producto de una coyuntura excepcionalmente mala.

Nuevamente creemos importante destacar que es fundamental la credibilidad que despierta el Banco Central frente a los operadores económicos para el éxito de un programa que utiliza a las Metas de Inflación como ancla de la economía, sustentado sobre un compromiso fiscal creíble y cumplible.

---

<sup>31</sup> El objetivo central de inflación del 2001 era de 4% con una banda admisible de 2 puntos porcentuales (techo y piso). La inflación minorista del año fue de 7,64%.

#### **4. METAS DE INFLACIÓN. INSTRUMENTAL DE ANÁLISIS.**

Las metas monetarias parecen haber perdido su tradicional capacidad de control sobre las variables económicas, debido a las innovaciones financieras ocurridas en las últimas décadas. Por otra parte, la existencia de un creciente grado de movilidad del capital tiende a crear conflictos en la adopción de tipos de cambio fijos.

A finales de la década de los '80 e inicios de los '90, un creciente conjunto de países<sup>32</sup> comenzó a sustituir las "anclas" tradicionales de la economía –tipo de cambio o metas monetarias- por el Régimen de Metas de Inflación.

El sustrato del modelo de Metas de Inflación se basa en que, aunque es difícil medir los costos de la inflación, existe fuerte evidencia empírica respecto a los costos distributivos y de asignación de recursos que ella genera. Por otra parte, y aunque que no ha sido posible en la literatura definir una tasa de inflación óptima, existe un importante consenso respecto a que la existencia de una coordinación de expectativas en cuanto a la inflación futura tiende a disminuir esos costos.

La política monetaria se concentra en la búsqueda de un determinado nivel de inflación, que puede ser fácilmente evaluada en cuanto a su grado de éxito por el mecanismo simple de comparar la inflación observada frente a la meta planteada.

El éxito obtenido en todos los países en que este modelo fue implementado, tanto en términos de control de la inflación como de crecimiento económico, determinó que Arminio Fraga, al asumir como Presidente del Banco Central, anunciase que el modelo que seguiría Brasil sería este.

Debe señalarse que existen dos tipos de Regímenes de Metas de Inflación, denominados en la literatura (Svensson, 1999), como estrictos y flexibles. Régimen estricto es aquel en el que sólo entra en el objetivo del Banco Central la inflación, mientras que régimen flexible es aquel en el que el Banco Central también toma en cuenta otras variables, como por ejemplo, la tasa de variación del Producto Bruto.

Adicionalmente, Einchgreen<sup>33</sup> postula que existen diferencias entre economías abiertas en el sentido tradicional y las economías abiertas de los países emergentes.

El modelo brasileño, a nuestro modo de ver, tiende a acercarse al régimen flexible.

Existe un casi absoluto grado de consenso en la literatura acerca de que el diseño de una política de Metas de Inflación requiere de por lo menos 5 objetivos declarados<sup>34</sup>:

---

<sup>32</sup> Nueva Zelandia, Canadá, Reino Unido, Israel, Chile, Suecia, Finlandia, Australia, España, etc

<sup>33</sup> Barry Einchgreen, 2002, Can Emerging Markets float? Should they Inflation Target? University of California at Berkeley

- El anuncio público de objetivos numéricos de inflación de mediano plazo,
- Un compromiso institucional con la estabilidad de precios como objetivo primario de la economía, a los que los demás objetivos se subordinan,
- Una estrategia inclusiva de información que, ayudada por el uso de diferentes variables y modelos, permita a la autoridad monetaria la determinación del conjunto de instrumentos de política,
- Una estrategia de política monetaria transparente que le otorgue un rol central a la comunicación al público de los planes, objetivos y racionalidad de las decisiones del Banco Central,
- Mecanismos que conviertan en responsable a la autoridad monetaria respecto de alcanzar sus respectivos objetivos de inflación.

Alcanzar estos objetivos exige un conjunto de pasos a ser cumplidos, a saber:

- Fijación de un índice de precios de referencia,
- Objetivo central, techo y piso de dicho índice en forma numérica y temporal,
- Compatibilidad con las restantes políticas gubernamentales,
- Marco institucional que asegure la independencia operativa del Banco Central y sus responsabilidades,
- Transparencia de la política monetaria,
- Desarrollo de modelos predictivos,

Asumidos los objetivos como dato, se plantea la cuestión de los instrumentos a ser utilizados.

*Índice de precios de referencia:* El índice de precios elegido fue el IPC-A (índice de precios al consumidor amplio, que mide la variación de precios en la canasta de consumo de las familias con renta de 1 a 40 salarios mínimos<sup>35</sup>. La decisión de utilizar este índice se debe a que es el más abarcativo de los índices de precios brasileños y, que no existían<sup>36</sup> índices de *core inflation* de uso difundido, confiables y aceptados por la población, que permitirían eliminar los componentes volátiles (alimentos, combustibles). Se asumió un costo significativo en términos de crecimiento económico y crecimiento de la deuda pública, en aras de otorgar un mayor grado de confiabilidad y transparencia al objetivo fijado<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Mishkin & Savastano, Monetary Policies Strategies in Latin America, IMF, Mimeo, 2000

<sup>35</sup> Es muy común en Brasil definir estratos socio-económicos en función del ingreso medido como salarios mínimos. Al momento de definirse la utilización de este índice el salario mínimo era de R\$ 130. como consecuencia, medía el consumo de familias con un ingreso de entre R\$ 130 y R\$ 5.200, abarcando más del 98% de la población.

<sup>36</sup> Los primeros índices de *core inflation* fueron publicado a inicios de 2000

<sup>37</sup> Los índices expurgados, que en la actualidad elaboran la FGV y el IPEA utilizando diferentes métodos, permiten definir con mayor grado precisión la tendencia del núcleo central de inflación, mejorando la efectividad de la política monetaria, ya que no contemplan los elementos más volátiles del índice. Este mayor grado de “ajuste fino” de la política monetaria tiene el potencial de reducir la tasa de interés básica

*Objetivo central, techo y piso del índice de precios de referencia en forma numérica y temporal:* El marco normativo de las Metas de Inflación establece la obligación de fijar un valor determinado al índice de precios elegido como objetivo central y determinar la banda de fluctuación admisible que este tendrá. Adicionalmente establece la obligación de fijar con antelación objetivos futuros a ser alcanzados, los que condicionan la ejecución de la política monetaria, dado el intervalo de tiempo necesario para que esta sea efectiva.

Inicialmente – junio de 1999- el Banco Central determinó un objetivo central de inflación para ese año de 8%, con un intervalo de 2 puntos porcentuales. Dicho objetivo central no fue caprichoso. En el intervalo de tiempo transcurrido entre el anuncio de la decisión de “anclar” la economía con Metas de Inflación y el momento de anunciar el objetivo del año, el Bacen<sup>38</sup> consiguió armar un Departamento de Investigaciones y generar un modelo de predicción de comportamiento de la inflación. Adicionalmente, tuvo el tiempo necesario para analizar y depurar los efectos iniciales de la devaluación sobre la economía en general y la estructura de formación de precios en particular, de forma tal de definir un objetivo pasible de ser alcanzado e inducir credibilidad en los agentes respecto de la seriedad de la política que estaba llevando adelante<sup>39</sup>.

En ese momento además de fijarse los objetivos para 1999, se fijaron los de los dos años subsiguientes, imponiéndose la obligación que, en junio de cada año, se fijaría el objetivo central para los dos años siguientes.

**Objetivo central, techo y piso de la inflación minorista para el período 99-01 (en %)**

Año	Piso	Meta Central	Techo	Var. respecto a la meta central
1999	6	8	10	25%
2000	4	6	8	33%
2001	2	4	6	50%

Fuente: Relatório de Inflação – 6/99 – Bacen

El sentido de fijar un objetivo decreciente en el tiempo fue el de indicar a los agentes económicos el compromiso del Banco Central con una inflación baja.

Por otra parte es interesante notar que, al mantenerse en dos puntos porcentuales el rango admisible de variación en los precios, se ampliaban los grados de libertad de política monetaria y se incorporaba el componente de volatilidad antes mencionado<sup>40</sup>.

---

de la economía en el mediano plazo, con sus efectos correlativos positivos sobre la tasa de crecimiento de la economía y el incremento de la deuda pública. Sin embargo, su contrapartida es que exige que el intervalo entre techo y piso sean mucho menores, para otorgar credibilidad a las Metas.

<sup>38</sup> Denominación común del Banco Central de Brasil

<sup>39</sup> El propio Presidente del Banco Central admitió públicamente que “cuando asumí no teníamos idea de cual podría ser el nivel de la inflación”.

<sup>40</sup> Cuanto más baja la meta central, mayor es el riesgo que asume el modelo por incorporar los componentes volátiles.

*Marco institucional que asegure la independencia operativa del Banco Central y sus responsabilidades:* Por la legislación brasileña<sup>41</sup>, el Banco Central es un órgano autárquico del Ministerio da Fazenda. El marco institucional mencionado se debe exclusivamente al Decreto P.E 3088/99, que instruye al Banco Central a ejecutar la política de Metas de Inflación. Desde el punto de vista de su credibilidad frente al mercado, puede decirse que, por lo menos mientras F.H.Cardoso sea Presidente, el Bacen tendrá, en la práctica, independencia operativa.

*Transparencia de la política monetaria:* El Banco Central deberá informar cuales serán los instrumentos de política monetaria que utilizará y hacer público en el menor plazo posible los fundamentos que determinan sus políticas. El órgano que determina la política monetaria en Brasil es el Copom (Comité de Política Monetaria), compuesto por los Directores del Bacen y los jefes de los principales departamentos. Este se reúne mensualmente y determina la tasa de interés prime (Selic) de la economía<sup>42</sup>. En forma casi inmediata se hacen públicas las actas de la reunión que convierten en públicos los fundamentos de esas decisiones, basados en el comportamiento de la oferta, demanda, precios y sector externo, así como del impacto de las modificaciones observadas en el modelo estructural. Adicionalmente, se publica en forma trimestral un Informe sobre Inflación que incorpora elementos adicionales de juicio sobre las principales tendencias de la economía que observa la autoridad monetaria.

Por otra parte, es común la presencia del Presidente del Bacen o de miembros del directorio en seminarios donde se analizan diferentes aspectos de la realidad brasileña y de donde el mercado extrae conclusiones en función de sus palabras.

El Banco Central publica en forma permanente diferentes trabajos realizados por sus equipos de investigación, los que tienden a explicitar los fundamentos de los modelos econométricos aplicados y las innovaciones que se incorporan.

Fue creado además un Grupo de Comunicación Institucional (GCI) que releva en forma permanente las expectativas del mercado en torno de un conjunto de indicadores considerados clave y que son a su vez incorporados a los modelos. El GCI, a su vez hace público, en

---

<sup>41</sup> Existe un importante debate en el Congreso respecto a cuales deben ser los grados de libertad atribuidos al Bacen, así como respecto de la estabilidad de sus directores. La percepción del mercado sobre el grado de independencia efectiva del Banco Central para hacer cumplir las metas es, sin dudas, el hecho más significativo. No obstante para preservar la credibilidad del régimen, parece indispensable que en el mediano plazo, le sea fijado un marco legal que le asegure independencia operativa. Ello es determinante ya que podría plantearse el caso en que el Bacen tenga que actuar contra determinadas políticas implementadas por otras áreas de gobierno.

<sup>42</sup> El Copom le puede otorgar al Presidente del Bacen la facultad de adoptar un *vies* (sesgo) en la tasa de interés. Ello le permite a éste determinar en forma autónoma un aumento o una disminución en el período que transcurre hasta la próxima reunión. Este *vies* señala en forma anticipada el sesgo de la política monetaria.

forma permanente, esta información de forma tal de permitir que el mercado conozca la media de las expectativas.

Esta transparencia permite crear una tendencia hacia la convergencia de las expectativas –obviamente dentro de ciertos rangos– que contribuye con el objetivo de estabilidad de precios.

*El desarrollo de modelos predictivos de la inflación futura:* La mayor parte de los países subdesarrollados tienen déficit estadísticos significativos que complican sobremanera la elaboración de modelos confiables. En forma adicional, y aunque se disponga de una base relativamente razonable de datos, los efectos de los procesos inflacionarios y las altas tasas de evasión fiscal tienden a crear distorsiones en cuanto a su validez real, particularmente en lo que hace al sector productivo.

No obstante el Banco Central emprendió una gigantesca tarea como era construir un modelo predictivo a partir de los instrumentos disponibles, de manera tal de tratar de optimizar la efectividad del set de instrumentos de política monetaria (tasa de interés, nivel de encajes, etc.).

A este efecto, se desarrolló el siguiente conjunto de modelos:

- a) Modelo estructural para el mecanismo de transmisión de política monetaria a precios,
- b) Series de tiempo de corto plazo no estructurales VAR y ARIMA,
- c) Encuestas de expectativas de mercado para la inflación y otras variables macroeconómicas,
- d) Indicadores de "core inflation",
- e) Estimaciones de los indicadores líderes de inflación.

a) *Modelo estructural:* El modelo está compuesto por las siguientes ecuaciones<sup>43</sup>:

a.1.) Una ecuación IS que expresa el *gap* del Producto<sup>44</sup> como función de sus propios desfases, de la tasa real (ex ante o ex post) y de la tasa de cambio real.

a.2.) Una curva de Phillips expresando la tasa de inflación como función de sus propios desfases, las expectativas de los valores futuros, el *gap* de Producto y la tasa nominal de cambio.

a.3.) Una condición de paridad descubierta de tasas de interés que relaciona la diferencia entre la tasa de interés doméstica e internacional, con la tasa de devaluación esperada de la moneda doméstica y el premio de riesgo soberano.

a.4.) Una regla para la tasa de interés que alternativamente puede ser; una regla fija para la tasa nominal o real, regla de Taylor (con pesos para los desvíos actuales de inflación y de *gap* de Producto), o reglas óptimas determinísticas y estocásticas.

Este modelo fue confrontado ex – post con la realidad y proyecciones de mercado recogidas por las encuestas Focus.

---

<sup>43</sup> Para ver las ecuaciones, Bogdanski et alli (2000)

<sup>44</sup> Definido como diferencia entre el Producto Bruto real y potencial

De acuerdo con el modelo estructural, la demanda agregada, el tipo de cambio, el crédito al sector privado y las expectativas, son los canales más importantes de transmisión de la política monetaria a precios.

Las estimaciones del modelo indican que cambios en la tasa de interés afectan la demanda agregada en un período de tres a seis meses posteriores a dicha modificación<sup>45</sup>. Adicionalmente cambios en la tasa de crecimiento del PBI, tienen efectos sobre la inflación con una demora de aproximadamente tres meses.

La política monetaria tiene efectos sobre la inflación con un *lag* de 6 a 9 meses<sup>46</sup>.

Por otra parte, el modelo asume que las modificaciones en el tipo de cambio se trasladan instantáneamente a precios en una determinada proporción.

Estudios posteriores han ido complementando el modelo introduciendo otros elementos altamente significativos para mejorar la capacidad de respuesta de la política monetaria, entre otros;

- Análisis depurados de estacionalidad del IPCA, que apuntan a determinar la existencia o no shocks de oferta dentro de los componentes estacionales del índice de precios,
- Análisis de la estructura de la tasa de interés cubierta y descubierta futura de corto y largo plazo,
- Análisis de paridad cubierta y descubierta de tasas de interés,
- Análisis del impacto del gerenciamiento del plazo de madurez de la deuda pública en el premio de riesgo implícito en la estructura de tasas de interés a futuro,
- Modelos de seguimiento de la demanda de moneda (M1) como metodología de verificación de la consistencia entre liquidez primaria de la economía y la tasa de inflación deseada,

b) *Series de tiempo de corto plazo no estructurales VAR y ARIMA*: las principales conclusiones obtenidas son;

- ✓ que la política monetaria tiene efectos significativos sobre el Producto,
- ✓ que en períodos de inflación alta o creciente, aumentos en la tasa de interés tienen poco efecto sobre la inflación, existiendo indicios respecto a una situación inversa en períodos de baja inflación,
- ✓ en períodos recientes, la tasa de interés respondió con mucha intensidad en caso de crisis financieras,
- ✓ shocks alcistas en la tasa de interés tienden a verse acompañados por disminuciones en la oferta real de moneda

---

<sup>45</sup> En la literatura al respecto presentada por el Bacen sobre el caso brasileño existen opiniones no coincidentes al respecto; de tres a seis meses y de 6 a 9 meses. A partir de la evidencia empírica tendemos a pensar que, en el actual estadio de la economía, el mecanismo comienza a operar con un *lag* de 3 a 6 meses.

<sup>46</sup> El acto del Copom de Febrero de 2002 modifica esta hipótesis asumiendo que el *lag* es de 12 a 18 meses, en línea con las estimaciones de economías más desarrolladas

tanto en períodos de inflación alta o creciente como en períodos de baja inflación,

- ✓ el grado de persistencia en la inflación ha sido menor en el reciente período de baja inflación

c) *Encuestas de expectativas de mercado para la inflación y otras variables macroeconómicas*: Estas encuestas son procesadas por el GCI y recolectan las expectativas sobre la evolución de un conjunto de variables seleccionadas (IPC-A, IGP-M, saldo de balanza comercial, saldo de cuenta corriente, déficit / superávit primario y nominal, tasa Selic esperada para fin de año, paridad dólar / Real, etc.), para el año en curso y el inmediato subsiguiente, de bancos, consultoras económicas, analistas independientes, organismos internacionales, etc., alcanzando cerca de 3000 observaciones. La recolección las expectativas del mercado tiene dos objetos: En primer lugar, proveer al Banco Central de un insumo crítico como son las expectativas de los agentes, lo que le permite introducir estos supuesto en el modelo estructural y confrontar su consistencia, así como servirle de guía respecto de las expectativas de los agentes económicos. En segundo lugar, la difusión periódica de esta encuesta permite mantener informado al mercado sobre el pensamiento general de este, contribuyendo a disminuir eventuales asimetrías de información. Recientemente se introdujo un ranking de instituciones con mayor grado de acierto en cada una de las variables seleccionadas, que es actualizado periódicamente.

d) *Indicadores de "core inflation"*: Este indicador pretende definir la tendencia de la inflación, reflejada en las presiones de demanda, los shocks permanentes en los precios relativos y los cambios en las expectativas inflacionarias, dejando de lado los shocks de oferta. Otra definición de "core inflation" es que es el componente de la inflación que no tiene impacto en el producto real en el mediano y largo plazo. El objetivo central de su utilización es permitirle a la autoridad monetaria aislar los shocks permanentes de los temporarios, de manera tal de decidir si se justifica una respuesta a través de la política monetaria<sup>47</sup>.

f) *Estimaciones de los indicadores líderes de inflación*: El objeto de estos indicadores es, a partir de información preliminar y no-revisada, permitir a la autoridad monetaria conocer las fases futuras del ciclo de inflación. Los instrumentos desarrollados dentro del Banco Central de Brasil se han mostrado eficientes para predecir fases del ciclo con 5 meses de anticipación.

---

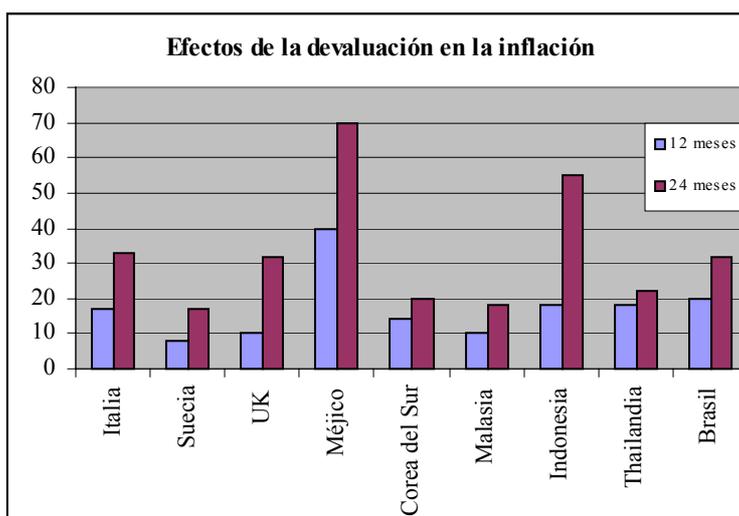
<sup>47</sup> La decisión de cual de los diferentes métodos de medición existentes utilizar, se encuentra relacionada con los objetivos de la autoridad monetaria. Si el objetivo es usarla como ancla, lo importante es su claridad y periodicidad para los agentes. En este caso, probablemente sea más útil utilizar el método de exclusión. Si lo que se pretende es usarlo como un objetivo intermedio y un indicador adicional de tendencia, es posible utilizar métodos más sofisticados y precisos.

## 5. EL PROCESO DE *PASS-THROUGH* DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS. CONCLUSIONES E INCÓGNITAS PARA EL FUTURO.

El modelo inicial<sup>48</sup> utilizado por el Bacen, a partir del análisis de 71 países, y más de 14000 observaciones válidas, en el período 80-98, coloca como determinantes del traslado a precios de la devaluación (apreciación) de la moneda local; el *gap* entre Producto potencial y Producto real, la sobre valuación del tipo de cambio al momento de la devaluación, la tasa de inflación inicial y el grado de apertura de la economía.

Dicho estudio sugiere que, en los países emergentes, el determinante principal del *pass-through* es la sobre valuación inicial de la moneda, mientras que en los países desarrollados, es la tasa de inflación inicial.

Por otra parte, el modelo permite observar que el traslado a precios es mayor en el largo plazo (> 12 meses) que en el corto plazo en una muestra de las principales devaluaciones de los '90:



Fuente: Bacen

En forma adicional, se concluye que los modelos de proyecciones de inflación utilizados en situaciones de normalidad tienden, en situaciones de crisis cambiarias, a sobreestimar la inflación futura.

De los cuatro factores antes identificados como determinantes del *pass-through* se obtuvieron las siguientes conclusiones:

*Gap entre producto potencial y producto real.*

En una economía en recesión las empresas tienen escasos incentivos a trasladar a precios en forma integral la devaluación (lo contrario también es cierto), por lo cual lo hacen sólo en forma parcial.

<sup>48</sup> The pass-through from depreciation to Inflation: A panel study – WPS 423 – PUC/RJ – Goldfang / Werlang

### *Sobre valuación del tipo de cambio al momento de la devaluación*

En la mayor parte de los casos analizados se observó que el grado de sobre valuación de la moneda es determinante del grado de la futura depreciación. Una devaluación que restablezca el tipo de cambio a su tasa natural o de equilibrio, debiera simplemente reacomodar la relación entre los precios de transables y no transables, sin producir un aumento generalizado en los precios. Es diferente el caso en que una devaluación significativa no se produce por efecto de una sobre valuación anterior de la moneda, caso en que se tiende a observar una alta inflación que corrige automáticamente (y a veces en exceso en el largo plazo) la subvaluación del tipo de cambio.

### *La tasa de inflación inicial*

El ambiente inflacionario inicial, así como la "historia y memoria inflacionaria", afectan el deseo de las empresas de aumentar sus precios en presencia de costos incrementados. El *pass-through* está determinado por la persistencia en el aumento de los costos. Desde que la inflación está positivamente correlacionada con su propia persistencia es probable que también lo esté con el *pass-through*.

### *El grado de apertura de la economía.*

El modelo Barro-Gordon nos muestra que existe una correlación negativa entre grado de apertura de la economía e inflación. El efecto de la apertura en el coeficiente de *pass-through* funciona de manera opuesta. En una economía muy abierta con alta presencia de importaciones y exportaciones, una determinada devaluación tiene un efecto mayor en precios. Debe, no obstante, notarse que esta variable está fuertemente ligada al grado de participación de firmas extranjeras en el mercado doméstico, que se convierte en un determinante microeconómico muy importante en la literatura sobre traslado a precios de la devaluación<sup>49</sup>.

La ecuación inicial utilizada para determinar el coeficiente de *pass-through*, que incluye solo los efectos aislados de las variables independientes sobre la inflación acumulada, es la siguiente:

---

<sup>49</sup> Dornbush, 1987. Debe tenerse en cuenta que, aunque existió un importante proceso de transnacionalización en los diferentes sectores de la economía - al momento de la devaluación la mayor parte de las inversiones se habían canalizado al sector de servicios, que ajusta sus precios por un índice de precios combinados (IGP-M) -, existen empresas nacionales de significativa importancia en todos los sectores de la economía, operando en buena parte de ellos como líderes de su sector. Un buen ejemplo es el sector bancario, donde a pesar de la creciente penetración de bancos extranjeros, algo menos del 30% está controlado por la banca extranjera y de los 5 principales bancos, 4 son nacionales. Lo opuesto se observa en el sector automotriz donde la totalidad del sector es dominado por capital extranjero. Aunque se aleja del objeto de este análisis, la dimensión de la participación de empresas multinacionales afecta el coeficiente de traslado a precios por la división internacional del trabajo intrafirma, que tiende a concentrar la producción local en un escaso de número de bienes, con proyección de exportación mundial, e importar el resto, lo que implica un aumento en la "dolarización" de la economía. La demanda por divisas para pago de dividendos y royalties afecta el proceso de formación de precios en lo que hace al tipo de cambio. En forma adicional debe considerarse el impacto que sobre el tipo de cambio ejerce la demanda por *hedge* para proteger las inversiones realizadas en el país, que fue uno de los principales determinantes de la corrida sobre el tipo de cambio observada este año.

$$(1) \Pi_{i,[t,t+j]} = \beta_0 + \beta_1 \hat{\epsilon}_{[t-1,t+j-1]} + \beta_2 \text{RER}_{i,[t-1]} + \beta_3 \text{GDP}_{i,(t-1)} + \beta_4 \Pi_{i,(t-1)} + \beta_5 \text{OPE}_{i,(t-1)} + u$$

donde  $i$  indica el país y  $t$  el período de tiempo. Las variables de control están incluidas en el período  $t-1$ .

**RER:** sobre valuación inicial del tipo de cambio

**GDP:** Brecha entre Producto potencial y real

**OPE:** Grado de apertura de la economía

Realizada la regresión utilizando efectos fijos y mínimos cuadrados, la devaluación, la inflación inicial y el *gap* entre el producto potencial y real se muestran positivamente relacionados con la inflación, mientras que la sobre valuación y la apertura lo están negativamente. Los coeficientes de traslado a precios son los siguientes para el total de la muestra:

meses	Coeficiente total (%)	Coef. Emergentes (%)
1	1,24	
3	17,04	
6	42,6	39,4
12	73,2	91,2

Cuando se dividió el análisis por regiones, se observó que estos coeficientes son más altos en los mercados emergentes que en los países desarrollados.

**Coeficientes de traslado por región**

meses	general	Europa	África	Oceanía	América	Asia
1	1,24	1,8	1,8	0,2	1,3	9,3
3	17,04	11,6	15,9	5,1	19,9	16,6
6	42,6	21,1	34,3	9,2	53,9	36,7
12	73,2	36	64,4	15,8	69,2	71,2

Obviamente, la magnitud de los coeficientes de las variables de control es altamente significativa para obtener la expectativa de *pass-through* en cada país.

Dada la alta volatilidad existente entre las diferentes tasas de *pass-through* y los errores standard que esto produce, se opta por incluir términos cruzados en la anterior ecuación, la que queda reformulada de la siguiente forma:

$$(2) \Pi_{i,[t,t+j]} = \alpha + \beta_1 \hat{\epsilon}_{i,[t-1,t+j-1]} + \beta_2 \text{RER}_{i,[t-1]} + \beta_3 \text{GDP}_{i,t} + \beta_4 \Pi_{i,(t-1)} + \beta_5 \text{OPE}_{i,t} + u$$

donde  $\beta_1 = \beta_6 + \beta_7 \text{RER}_{i,[t-1]} + \beta_8 \text{GDP}_{i,t} + \beta_9 \Pi_{i,(t-1)} + \beta_{10} \text{OPE}_{i,t}$   
(para simplificar se asume que el coeficiente de *pass-through* es una función lineal de las otras variables)

Con la ecuación modificada se observa que los determinantes más influyentes son la sobre valuación del tipo de cambio y la inflación inicial. En la región de América, el más significativo es el RER, particularmente cuando se limita el horizonte temporal a un plazo de

6 meses. El *gap* de producto y la apertura de la economía toman mayor significación según el horizonte temporal escogido y el país analizado.

Vale la pena comentar que la mayor parte de las proyecciones de inflación después de una devaluación fueron superiores a la inflación efectivamente registrada.

#### Devaluación e inflación en los '90

País	Indonesia -97	Brasil -99	Corea -97	México -94	Tailandia - 97	Malasia -97	Filipinas -97
Inflación predecida	185.2	12.7	14.8	61.6	18.0	16.4	21.5
Inflación ocurrida	82.2	8.9	6.6	51.7	10.0	5.8	9.9

La ecuación presentada, realizados los cálculos para los diferentes países analizados, presentó una razonablemente buena capacidad predictiva al respecto, frente a otros modelos testados.

Ello podría estar basado en una cuestión de expectativas, no adecuadamente capturadas por los modelos utilizados y que tampoco está incorporada en la ecuación. Otra explicación es que podría argüirse que sólo los cambios en el valor nominal del tipo de cambio observados como permanentes deberían afectar la inflación, razón por la cual, el coeficiente de traslado tendería a ser menor, cuando se produce un *overshooting* inicial y este es percibido como tal.

Modificada la ecuación para incorporar esta función (se incorpora la variable a partir del mes siguiente a la devaluación);

$$(3) \pi_{i,[t,t+j]} = \alpha + \beta_1 \hat{e}_{i,[t-1,t+j-1]} + \beta_2 RER_{i,[t-1]} + \beta_3 GDP_{i,t} + \beta_4 \pi_{i,(t-1)} + \beta_5 OPE_{i,t} + \beta_6 E(\hat{e})_{i,[t-1,t+j-1]} + u_{i,t}$$

Se obtuvo como resultado que, para el período de tres meses iniciales, el coeficiente crece, pero de manera marginal, mientras que para un período de seis meses, el coeficiente crece de manera significativa. Ello estaría indicando que existe un primer momento en el cual los agentes "aprenden" y un segundo en el cual, en la medida que se mantiene el nivel de depreciación, lo trasladan en mayor proporción a precios.

Como conclusión, las expectativas son relevantes para el coeficiente de *pass-through* dependiendo de lo que los agentes económicos piensen en términos de permanencia e intensidad de la depreciación.

A su vez, el grado de indexación a divisas extranjeras de la economía también afecta al coeficiente, tanto en forma directa como por la vía de las expectativas. Esta dolarización está determinada por elementos subjetivos como la "cultura en la utilización de divisas" y por elementos objetivos como el grado de apertura de la economía, y

la existencia de un marco institucional que permita que los contratos sean ajustados por una moneda diferente de la local<sup>50</sup>.

En Brasil, donde el marco institucional incluye en los índices de precios utilizados para la meta de inflación (IPC-A) una considerable ponderación de "precios administrados"<sup>51</sup> –servicios públicos como transporte, comunicaciones y energía eléctrica, suman alrededor de 25%-, con sistemáticas de ajuste propias, pero en general basadas en índices de precios que reflejan situaciones pasadas, y con importante peso directo en el bolsillo del público, el funcionamiento del modelo se complica, ya que como consecuencia de ello, hay un segmento sustancial de la economía que no opera mirando las expectativas de precios futuros, sino los precios pasados<sup>52</sup>.

Esta restricción es incorporada al modelo estructural antes mencionado modificándolo, aunque es de hacer notar que obliga a mantener la tasa de interés de la economía más alta que lo necesario, por su efecto sobre los índices de precios, impactando de manera negativa en la tasa de crecimiento del Producto Bruto. Obsérvese que dichos precios (BLP) crecieron 36,6% en el período 99-00, contra un crecimiento de 8,8% en los precios formados por el mercado (FLP). No obstante, los cálculos realizados indican que, cuando la economía se encuentra en un razonable equilibrio, la influencia de los BLP no es significativa.

La solución de óptimo sería utilizar como índice de precios referencia para la meta de inflación algún índice que refleje la "core inflation", lo que aísla buena parte de esos efectos, pero ello fue descartado, por lo menos inicialmente, en Brasil porque introduciría "ruidos" en la relación con el público, debido a probables sospechas de manipulación de los índices.

### ***Conclusiones e incógnitas respecto al futuro***

Una primera conclusión respecto al caso brasileño es que el bajo coeficiente inicial de traslado a precios de la devaluación puede ser atribuido a los siguientes factores:

- El *gap* existente al momento de la devaluación entre Producto potencial y real,
- La sobre valuación de la moneda previa a la devaluación,
- Bajo coeficiente de apertura de la economía, y
- Un bajo nivel inicial de inflación.

---

<sup>50</sup> En el caso brasileño existían muy pocos contratos dolarizados y la mayor parte de los fallos judiciales posteriores a la devaluación al respecto (principalmente contratos de leasing de autos) fueron negativos respecto de la posibilidad de indexación al dólar de los mencionados contratos.

<sup>51</sup> En este caso nos estamos refiriendo a aquellos regulados por los marcos regulatorios definidos en las privatizaciones en forma exclusiva.

<sup>52</sup> Esto es denominado en la literatura como Backward Looking Prices (BLP) en oposición a los precios formados por el mercado que normalmente se definen en función de las expectativas futuras, denominados como Forward Looking Prices (FLP).

En el momento inicial de la devaluación, los "precios administrados" (BLP) funcionaron como un dique al impacto inflacionario, ya que ajustaron por los bajísimos índices del año '98, aunque posteriormente impactaron duramente sobre los índices de precios, reduciendo de manera significativa el salario real.

Como consecuencia puede decirse que, si la inflación puede ser definida como un incremento y sostenido en los precios, en Brasil lo que ocurrió fue un fuerte proceso de modificación en los precios relativos, producto de la desvalorización de la moneda que, colateralmente produjo algunos efectos inflacionarios, relativamente suaves en función de la magnitud que ésta tuvo.

Existieron otros elementos, que no son mensurables en el modelo antes expuesto, y que, a nuestro modo de ver, moderaron los coeficientes de *pass-through*:

- ✓ El ya mencionado comportamiento de los supermercados que tuvo en el momento inicial un impacto sensible en términos de inflación al consumidor y consecuentemente de expectativas. La rigidez de este sector fue tal que algunas marcas de primera línea, literalmente, desaparecieron de las góndolas durante algunos días, debido a las discusiones sobre los precios de reposición.
- ✓ La significativa caída de la renta real de la población, tanto en dólares como en moneda nacional, que fue absorbida sin mayores problemas sociales en la medida en que su deterioro fue muy paulatino<sup>53</sup>.
- ✓ Algunos sectores, particularmente, los productores de semi manufacturados, cuyos precios son regulados por el valor internacional de los productos, no mantuvieron una política de precio único<sup>54</sup>, manteniendo los precios del mercado interno por debajo de sus valores internacionales y realizando un ajuste paulatino a lo largo del tiempo. No hubo, hasta donde es público, interferencia gubernamental al respecto, pudiendo asumirse que estas empresas "subsidiaron", temporariamente, al mercado interno para preservar o ganar espacio en él.
- ✓ La "falta de cultura" del pueblo brasileño respecto a utilizar el dólar como reserva de valor y consecuentemente "indexarse mentalmente" al valor de la divisa.

El bajo coeficiente de apertura de la economía colaboró también en este sentido, siendo que los efectos de la desvalorización fueron en buena parte absorbidos por las diferentes etapas de la cadena productiva. Ello estaría denotando que existía un importante margen de ganancias de productividad acumuladas, que fue utilizado en este

---

<sup>53</sup> Esto puede traducirse en que el poder de compra interno de la población brasileña ajustado por inflación a sufrido una reducción importante (en el entorno de 10%) pero no de una magnitud tal que cree conflictos sociales. Parte de esta reducción, por otra parte, no fue sentida en función de la expansión del crédito que permitió mantener niveles de consumo aún a costa del mayor grado de endeudamiento.

<sup>54</sup> El precio de mercado interno debiera ser igual al precio de exportación por el tipo de cambio más aranceles de importación e impuestos

momento. La caída en las importaciones de los capítulos 1 a 24, particularmente en lo que hace a alimentos manufacturados, cuando los indicadores oficiales muestran un crecimiento de su consumo, puede ser un buen indicador al respecto, además de representar un caso típico de sustitución de importaciones de productos de relativamente bajo contenido tecnológico.

La fuerte desvalorización del Real ocurrida en el año 2001 nos genera, no obstante, algunos interrogantes con relación a los coeficientes de traslado futuros, en caso de existir una desvalorización pronunciada de la moneda, ya que los puntos de partida parecen diferir y de manera no menor.

- ✓ Aunque todavía existe un *gap* entre Producto real y potencial, este es levemente menor que el existente en 1999,
- ✓ El tipo de cambio, que se encontraba en niveles cercanos al de equilibrio histórico a principios de 2001, se encuentra sensiblemente más subvaluado en la actualidad –lo que no quiere decir que fuese el tipo de cambio de equilibrio para alcanzar un grado de ajuste importante en las cuentas del sector externo, medido como porcentaje del PBI–,
- ✓ El punto de partida de la inflación minorista es el triple (7,67% en 2001 contra 2% en 1998) del de 1999<sup>55</sup>.
- ✓ El coeficiente de apertura de la economía creció en casi 50% desde fines de 1998, alcanzando valores, en la actualidad, cercanos a 20%.

**Coeficiente de apertura de la economía**

	1998	1.999	2.000	2001*
<b>PBI (U\$S)</b>	787.499	529.398	595.881	580.000
<b>Corr. de comercio (U\$S)</b>	108.834	97.222	110.869	113.801
<b>Coeficiente de apertura</b>	<b>13,82%</b>	<b>18,36%</b>	<b>18,61%</b>	<b>19,62%</b>

Fuente: Elab. propia con datos IBGE y Secex - \*Estimación propia

Otros tres factores a tener en cuenta en el mismo sentido son;

- a) El stock de crédito para consumo es sensiblemente más alto hoy de lo que fue en aquel momento, y continuó expandiéndose, aunque a tasas menores que en el 2000, durante todo el 2001,
- b) Aunque la tasa de crecimiento de la economía cayó bruscamente a partir del 1er trimestre de 2001, existen dudas respecto a que Brasil se encuentre en recesión.
- c) Las ganancias de productividad observadas en la década pasada, y retenidas por los factores de la producción, habrían sido ya absorbidas en su totalidad.

<sup>55</sup> El Bacen está incorporando elementos de inercia inflacionaria en sus supuestos.

### Evolución de la cotización del dólar contra los principales índices de precios

	Consumidor	Combinados	Mayoristas	R\$ / U\$S *	Var. dólar (%)
Dic 1998	100	100	100	1,22	
Dic 1999	108,940	119,970	128,890	1,842	51,0
Dic 2000	115,444	131,727	144,421	1,829	49,9
Dic 2001	124,298	145,426	161,563	2,35	92,6
Dic. 2002**	130,14	153,52	185,15	2,55	109,0

Fuente: Elaboración propia con datos IBGE, Bacen y FGV - \*valor medio del año - \*\* estimado con base a datos de la encuesta Focus

### Pass through acumulado a precios al consumidor (IPC-A) y Mayoristas (IPA)

Año	IPC-A (%)	IPA (%)
1999	17,54	56,67
2000	30,94	88,99
2001	26,23	66,47
2002**	27,65	78,11

Fuente: Elaboración propia con datos IBGE, Bacen y FGV - \*\* estimado con base a datos encuesta Focus

Obsérvese, como curiosidad, que el coeficiente de traslado a precios en precios mayoristas es mayor en los años (2000; estimación 2002) de estabilidad relativa en la cotización del dólar que cuando la volatilidad es muy alta. Ello permitiría suponer que los productores de bienes absorben una proporción considerable del impacto de la desvalorización en un primer momento, transfiriéndola a precios con un *lag* significativo.

Si definiéramos el margen de ganancia de la cadena productiva en la punta del consumidor (a) como el cociente entre los precios minoristas y mayoristas, y la capacidad de absorción futura del impacto de la devaluación (b) a la inversa de ese cociente<sup>56</sup>, puede concluirse que lo afirmado en el párrafo anterior es correcto<sup>57</sup> y que el margen para la absorción de nuevas desvalorizaciones reales de la moneda es decreciente en el tiempo<sup>58</sup>.

	(a)	(b)
1999	0,31	3,23
2000	0,35	2,88
2001	0,39	2,53
2002	0,35	2,83

El coeficiente de *pass-through* opera en ambos sentidos, según el modelo antes mencionado, y de forma casi simétrica<sup>59</sup>. La desvalorización del 2001, medida punta contra punta, no alcanza a 20%<sup>60</sup>, lo que implicaría que el *pass-through* debería encontrarse en el orden de un máximo de 3/4 puntos porcentuales en precios

<sup>56</sup> Es también un *proxy* del tipo de cambio real

<sup>57</sup> 1 menos el coeficiente (a) es la absorción de costos en la cadena productiva hasta el punto de venta al consumidor.

<sup>58</sup> A menor coeficiente, menor capacidad de absorción de costos.

<sup>59</sup> Goldfán-Werlang. Op. Cit.

<sup>60</sup> Sin embargo, puede presumirse que la existencia de una desvalorización del 44% en su pico, y que transcurrió durante un período relativamente prolongado de tiempo, deja efectos en la estructura de precios.

minoristas y buena parte de este traslado ya habría sido trasladada a los precios, al sobrepasarse en más de 3 puntos el objetivo central de inflación del 2001 (4%).

Los factores antes mencionados nos inducen a pensar que el potencial de traslado a precios en esta oportunidad es algo mayor que en 1999, así como que algunos de los efectos en términos de aumento de precios observados a lo largo del 2001 tenderían a mantenerse<sup>61</sup>.

Si estas hipótesis son correctas, en el futuro, el coeficiente debería tender a ser mayor de lo que fue en el pasado.

Sin embargo, todos los indicadores referidos a tendencias de ingreso de la población muestran un potencial de pérdida (o sea los ajustes anuales en los salarios no están alcanzando a recuperar la inflación). Ello tiene el potencial de limitar la capacidad de trasladar a precios los efectos de la devaluación en el corto plazo, pero en la medida en que la población comience a percibir el efectivo deterioro de su poder de compra y las empresas (sobre las que son mano de obra intensivas) empiecen a buscar mercados externos para aprovechar esta ventaja comparativa –lo que está, poco a poco, ocurriendo-, este efecto debiera neutralizarse, por la vía de una presión al aumento de los salarios.

---

<sup>61</sup> Debe remarcarse que esta es una observación puramente intuitiva, que deberá ser verificada estadísticamente a lo largo del 2002.

## 6. LA RESPUESTA DE LA ECONOMÍA EN TÉRMINOS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

El crecimiento de la economía brasileña fue, de manera sorprendente, bastante razonable inmediatamente después de operado el proceso de desvalorización de su moneda, aún cuando las propias perspectivas oficiales preveían una fuerte caída del PBI en 1999<sup>62</sup>. En el 2000, la tasa de crecimiento alcanzó a 4,36% y las proyecciones para el 2001 estiman que crecerá alrededor de 1,7% en un contexto de fuertes shocks exógenos y endógenos, que redujo fuertemente la tasa de crecimiento esperada<sup>63</sup>.

Es interesante analizar cuales fueron algunas de sus causas.

- i. Las privatizaciones, que impulsaron una mejora significativa en la productividad de la economía,
- ii. La solidez del sistema financiero,
- iii. La rápida incorporación de Arminio Fraga y un equipo altamente prestigioso a un equipo económico fuertemente desgastado, que generó un shock de confianza, modificando favorablemente las expectativas.
- iv. El irrestricto apoyo del Presidente Cardoso a la gestión de Fraga en el Banco Central, que, al permitirle actuar como un Banco Central independiente, le permitió caracterizar el programa de Metas de Inflación a ser implementado como el ancla nominal de la economía. La confianza del mercado en esta ancla, permitió una rápida "des-inflación" de expectativas.
- v. La fuerte baja en la tasa Selic real, que fue negativa –cuando ajustada por precios mayoristas – durante buena parte del año '99, lo que impactó favorablemente en el sector productivo.
- vi. El fuerte apoyo internacional contratado con el FMI y organismos multilaterales antes de la devaluación, unido a la eficaz tarea de Arminio Fraga tendiente a mantener las líneas interbancarias y de comercio exterior, que permitió controlar el *overshooting* inicial de la devaluación y revertir expectativas negativas, al mostrar al mercado que no existiría restricción a la oferta de dólares.
- vii. El significativo efecto de ajuste en el sector externo, que redujo en 12 meses el déficit de la cuenta corriente en casi un tercio en valores absolutos, con una fuerte caída inicial de las importaciones, que generó expectativas<sup>64</sup> en el mercado sobre importantes saldos positivos en la balanza comercial.

---

<sup>62</sup> -3,5% de caída del PBI- 1ra revisión del acuerdo con el FMI – marzo 1999, contra un aumento verificado de 0,81%.

<sup>63</sup> En el primer trimestre del 2001 se esperaba una tasa de crecimiento de entre 4 y 4,5% para este año.

<sup>64</sup> Las primeras estimaciones preveían un saldo positivo de la balanza comercial en el entorno de los US\$ 5.000 millones. Aunque el año finalizó con déficit, la evidencia de la existencia de abundante financiamiento internacional principalmente bajo la forma de IED contribuyó a la reducción del déficit de cuenta corriente.

- viii. El fuerte flujo de capitales externo con destino a inversión en activos físicos, aprovechando lo que se estima es un nuevo tipo de cambio real permanente para Brasil.
- ix. Las fuertes inversiones programadas en algunos sectores de la economía, en particular las derivadas de la privatización de Telebras que, unidas al *boom* internacional de las telecomunicaciones y a la percepción de un mercado con fuerte potencial de crecimiento, en un marco en que las empresas del sector se fijaron como objetivo cumplir con determinadas metas de inversión para anticiparse a la desregulación del mercado prevista para fines del 2002, contribuyeron a sostener el nivel de actividad.
- x. El significativo ajuste fiscal producido donde la estabilidad en sus cargos durante 8 años, tanto del Ministro da Fazenda, Pedro Malan, como del Secretario de la Receita Federal, Everardo Maciel, jugó un rol de gran importancia.

El crecimiento del PBI desde el último trimestre de 1999 al primer trimestre del 2001 fue función, en forma primordial, del crecimiento del consumo<sup>65</sup>, basado en una violenta expansión del crédito a individuos, acompañada de una leve disminución en los *spreads* bancarios que determinó una pequeña caída en la tasa de interés. Esta expansión del crédito, a su vez, fue función de la caída de las necesidades de financiamiento del sector público, observadas desde el criterio de caja, -que liberó recursos para el sector privado-, un accionar deliberado del Bacen en ese sentido<sup>66</sup>, unido a la mayor confianza del sector financiero en las perspectivas de largo plazo de la economía y por ende, en las posibilidades de repago de los individuos.

El canal del crédito fue fundamental para la expansión de la economía y fue determinante para la fuerte expansión de las ventas de bienes de consumo durable (autos, electrodomésticos).

---

<sup>65</sup> Esto resulta aparentemente contradictorio con la mencionada caída en el ingreso real de la población. El crecimiento del crédito a individuos explica esta contradicción. Sin embargo, los crecientes índices de morosidad en el crédito para consumo debieran limitar esta expansión en el futuro, reduciendo el peso del consumo como factor de crecimiento del PBI

<sup>66</sup> El Bacen bajó los encajes legales sobre depósitos a la vista y a plazo y, en combinación con la Receita Federal, redujo el IOF (Impuesto a las Operaciones Financieras, cuya alícuota determina el volumen de crédito).

**Evolución del crédito<sup>67</sup> a individuos y empresas (en millones de R\$ corrientes)**

		Empresas	Var. %	Individuos	Var. %
1999	May	30.686		16.521	
	Dic	36.219	18,03%	19.558	18,38%
2000	Jun	34.290	-5,33%	39.670	102,83%
	Sep	35.652	3,97%	45.575	14,89%
	Dic	43.700	22,57%	51.336	12,64%
2001	Mar	44.314	1,41%	59.418	15,74%
	Jun	43.793	-1,18%	65.604	10,41%
	Sep	42.879	-2,09%	68.914	5,05%
	Dic	47.948	11,82%	69.912	1,45%

Fuente: Banco Central do Brasil

Al mismo tiempo esta expansión<sup>68</sup>, al absorber costos fijos en moneda local, contribuyó a reducir el coeficiente de traslado a precios de la devaluación. En este sentido, también operó favorablemente la relativa estabilidad en el tipo de cambio nominal durante el 2000<sup>69</sup>.

Un punto al que merece darse atención es el comportamiento del comercio exterior posterior a la desvalorización.

El abaratamiento de los costos de producción locales (básicamente salarios y servicios) medidos en moneda extranjera, debiera tender a generar un abaratamiento en términos relativos de la producción nacional. Consecuentemente podría esperarse un aumento significativo en las exportaciones y una caída en las importaciones, derivada de la sustitución de bienes importados por productos nacionales, comparativamente más baratos.

En la faz práctica, cuando este proceso se produce, particularmente desde el punto de vista de las exportaciones, suele demorar un período considerable de tiempo dado que la producción local o no reacciona en forma instantánea a los efectos de la devaluación –caso de la producción agropecuaria–, o requiere de un considerable período de tiempo para conseguir insertar los bienes manufacturados con valor agregado en los mercados internacionales. Todo ello supone, además, que no existan efectos-precio a nivel internacional que tiendan a deprimir los valores de los productos de exportación del país que devaluó su moneda.

Desde el punto de vista de las importaciones, el efecto de la devaluación dependerá de la estructura productiva del país, tanto en términos agrícolas como industriales, así como del nivel de integración local de sus cadenas productivas.

<sup>67</sup> Recursos de libre disponibilidad en cuanto a su asignación por el Sistema Financiero

<sup>68</sup> El nivel de ocupación de la capacidad instalada del sector industrial llegó a ser > a 83%, para el sector industrial en su conjunto, con algunos sectores –particularmente semi-manufacturados– trabajando al 100% de su capacidad.

<sup>69</sup> La media del año fue R\$1,829/US\$ con un mínimo de 1,742 y un máximo de 1,963, o sea un rango de fluctuación inferior a 13%. Adicionalmente debe tenerse en cuenta que hasta octubre el dólar se mantuvo por debajo de R\$1,85.

Por ello creemos que el análisis debe realizarse tanto desde el punto de vista del valor como de las cantidades exportadas e importadas. En el comportamiento de las corrientes de comercio posteriores a la desvalorización del Real, deben distinguirse dos etapas: Una primera en 1999, con una pronunciada caída tanto en las exportaciones<sup>70</sup> como en las importaciones, Y una segunda en la que ambas crecen.

**Corriente de comercio exterior brasileña – en U\$S millones FOB**

Año	Exportaciones	Importaciones	Saldo	Corr. de Comercio	% de Variación
1998	51.119,90	57.714,37	-6.594,47	108.834,27	
1999	48.011,44	49.210,31	-1.198,87	97.221,75	-10,67%
2000	55.085,60	55.783,34	-697,74	110.868,94	1,87%
2001*	58.220	55.581	2.642	113.801,00	4,56%

Fuente: Elab. propia con datos Secex - \* Datos provisorios

El resultado observado, por lo menos en las exportaciones (+13,9%), dada la magnitud de la desvalorización de la moneda, parece poco significativo. Sin embargo cuando se observa el incremento en los *quantums* este resultado cambia sustancialmente.

Período	Exportaciones totales		Tipo de producto exportado					
	Precio	Quantum	Básicos		Semi – Manuf.		Manufacturados	
			Precio	Quantum	Precio	Quantum	Precio	Quantum
1998	93,9	114	90,7	120,2	91	103,5	96,8	115
1999	81,9	122,8	76,1	130,6	76,6	120,9	86,3	119,9
2000	84,6	136,4	74,5	141,7	87,7	112,6	87,7	140,4
2001*	82,15	149,36	68,39	187,61	79,54	121,27	88,40	144,33
1999/1998	-12,78%	7,72%	-16,10%	8,65%	-15,82%	16,81%	-10,85%	4,26%
2001/1998	-12,52%	31,02%	-24,60%	56,08%	-12,59%	17,17%	-8,68%	25,51%

Fuente: Funcex - \*hasta noviembre

La pérdida general de valor en todos los productos de exportación brasileños oscurece el significativo incremento en los volúmenes exportados. Sin embargo, parece importante señalar que el efecto mayor en términos de volúmenes se observa en 2000 y 2001, reaccionando las exportaciones agropecuarias e industriales de manera congruente con lo expresado anteriormente. Debe hacerse notar, sin embargo, que las exportaciones industriales no han reaccionado con la intensidad que podría esperarse<sup>71</sup>, perdiendo alguna participación relativa en la pauta total de exportaciones. No obstante, dado que uno de los determinantes del comportamiento de las exportaciones brasileñas es la tasa de crecimiento del comercio

<sup>70</sup> Este efecto es conocido en la literatura como efecto J y deriva del hecho que la desorganización en las estructuras de precios y desconfianza respecto al tipo de cambio real esperable en el mediano plazo, provocan en el muy corto plazo (6 – 9 meses) una disminución significativa en los valores exportados.

<sup>71</sup> Esto es más significativo si consideramos que a partir de 1999, Embraer, con sus exportaciones de aviones se convirtió en el principal exportador de Brasil y donde el efecto devaluación tiene un impacto prácticamente desdeñable en sus posibilidades de incrementar sus ventas.

mundial, no puede juzgarse como malo su desempeño ya que crecieron en forma casi unitaria con ella.

**Composición de la pauta exportadora brasileña – en millones de U\$S FOB**

	2001	Part. % en las X totales	2000	Part. % en las X totales	1999	Part. % en las X totales	1998	Part. % en las X totales	Var% 2001/1999	Var 2001/1998
Básicos	15.342	26,35%	12.561	22,80%	11.828	24,66%	12.970	25,37%	29,71%	18,29%
Semi - Manuf	8.244	14,16%	8.499	15,43%	7.932	16,54%	8.127	15,90%	3,93%	1,44%
Manufact.	32.900	56,51%	32.528	59,05%	27.329	56,98%	29.366	57,45%	20,38%	12,03%
Op espec.	1.737	2,98%	1.498	2,72%	872	1,82%	1.341	2,62%	99,20%	29,53%
Total	58.223	100,00%	55.086	100,00%	47.961	100,00%	51.120	100,00%	21,40%	13,89%

Cuando observamos precios y volúmenes importados se observa, en un período de tres años, una relativa estabilidad con relación a ambas variables, pero con una fuerte caída en el año de la devaluación. Ello estaría mostrando cuan sensible son las importaciones brasileñas al nivel de actividad<sup>72</sup>, en particular el nivel de actividad industrial.

Nótese en particular la magnitud de la caída de las importaciones de bienes de consumo durable y no durable y, como contrapartida el fuerte crecimiento observado en bienes intermedios<sup>73</sup>.

Período	Importaciones totales		Tipo de producto									
			Bs. de K		Intermedios		Bs. C. Durable		Bs. C. No Durable		Combustibles	
	Precio	Quantum	Precio	Quantum	Precio	Quantum	Precio	Quantum	Precio	Quantum	Precio	Quantum
1998	100,9	107,2	99,8	121,5	101,4	109,4	100,4	137,1	118,5	93	77,7	86,4
1999	101,4	91	101,8	98,4	99,8	100,2	101	69	113,1	72	93,7	79,9
2000	101,7	100	94,6	99,4	93,4	124,8	95,6	72,8	101,1	72,7	162,6	73,2
2001*	99,46	104,6	92,80	117,19	92,93	126,42	100,57	78,26	94,63	72,63	148,45	76,05
1999/1998	0,50%	-15,11%	2,00%	-19,01%	-1,58%	-8,41%	0,60%	-49,67%	-4,56%	-22,58%	20,59%	-7,52%
2001/1998	-1,42%	-2,43%	-7,01%	-3,55%	-8,35%	15,56%	0,17%	-42,92%	-20,14%	-21,91%	91,06%	-11,97%

Fuente: Funcex - \*hasta noviembre

Desde el punto de vista de la balanza comercial puede concluirse que, por lo menos en el trienio bajo análisis, el deterioro de los términos de intercambio ha reducido significativamente el impacto positivo de la devaluación<sup>74</sup>.

Pero el hecho más significativo, fue la magnitud del ajuste fiscal<sup>75</sup> realizado, condición necesaria –pero no suficiente–, para el éxito del

<sup>72</sup> La proyección de importaciones a inicios del 2002 era superior a la concretada. La principal caída verificada en las importaciones corresponde a insumos intermedios que dependen del nivel de actividad industrial.

<sup>73</sup> Ello convalida la tesis que, para competir en el mercado internacional hay que ofrecer productos de calidad internacional, y que parte de esos insumos por problemas de escala y costo son necesariamente importados. Las limitaciones a las importaciones conspiran contra un aumento posterior en las exportaciones de productos industrializados.

<sup>74</sup> Sin embargo este fenómeno ha colaborado en la obtención de los bajos coeficientes *pass-through* ya comentados.

<sup>75</sup> Vale la pena señalar que la Constitución de 1998 establece que el 47% de la recaudación del Impuesto a las Ganancias y el 57% del IPI (IVA sobre productos industrializados) debe ser transferido a Estados y Municipios por la vía de las Transferencias Constitucionales (equivalentes a la coparticipación federal).

Inflation Targeting (sería imposible implementarlo en un contexto de descontrol fiscal).

**Superávit fiscal primario del Sector Público Consolidado (en millones de R\$ corr.)**

1997	1998	1999	2000
-8.821	106	31.088	38.160

Fuente: Bacen

Debe notarse que este esfuerzo fiscal fue alcanzado sobre la base de un incremento de la presión fiscal de más de 4 puntos porcentuales del PBI en cuatro años,

**Presión Tributaria Brasileña (en millones de U\$S corrientes)**

AÑO	1993		1994 <sup>76</sup>		1995		1996		1997		1998		1999		2000	
(PBI)	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
FEDERAL	79.362	18,47	111.129	20,46	141.180	20,01	150.048	19,35	158.718	19,65	160.786	20,42	118.961	22,47	136.874	22,97
ESTADOS	27.787	6,47	43.359	7,98	58.682	8,32	63.583	8,2	63.949	7,92	61.314	7,79	43.260	8,17	51.773	8,69
MUNICIPIOS	3.380	0,79	5.526	1,02	10.104	1,43	11.031	1,42	11.876	1,47	12.108	1,54	7.980	1,51	9.072	1,52
TOTAL	110.528	25,72	160.014	29,46	209.966	29,76	224.662	28,97	234.542	29,03	234.208	29,74	170.201	32,15	197.720	33,18

Fuente: Receita Federal

Pero con una pésima calidad desde el punto de vista de la competitividad de la economía<sup>77</sup>, ya que los impuestos en cascada representaron el 64,2% del incremento en la recaudación tributaria, pudiendo atribuirse prácticamente la totalidad de lo restante al crecimiento de la economía<sup>78</sup>.

**Recaudación impositiva Federal por tipo de impuesto – miles de millones de R\$**

	1998	1999	2000	2001*	2001 / 1998
Impuesto a las ganancias	45.818	51.516	56.396	57.994	26,57%
IPI	12.117	11.963	13.997	13.243	9,29%
Aranceles e IPI vinculado	10.732	12.456	13.352	13.026	21,38%
Contribuciones	45.996	60.420	77.395	80.205	74,37%
Otros	4.517	6.202	5.875	6.546	44,92%
Ingresos Tributarios	117.781	142.557	167.016	171.015	45,20%
Otros ingresos	15.362	8.959	9.798	7.414	-51,74%
Total	133.143	151.516	176.814	178.430	34,01%

Fuente: Receita Federal - \* hasta noviembre

Como consecuencia, la mayor parte del ajuste fiscal se realizó sobre la base de incrementos en las alícuotas de Contribuciones, las que no son coparticipables.

<sup>76</sup> El salto de 4 puntos del PBI en la presión tributaria es atribuido a la necesidad de sustituir el impuesto inflacionario por recaudación fiscal para no desfinanciar al Estado.

<sup>77</sup> Se espera que la presión tributaria del año 2001 alcance a un valor cercano a 34% del PBI. Estudios realizados por la Receita Federal indican que la economía brasileña está en su nivel máximo de presión tributaria. El Impuesto a los Débitos Bancarios (CPMF) y Pis/Pasep-Cofins, que equivale a un impuesto sobre las ventas, están incluidos en la categoría de contribuciones, y son los que operan como impuestos en cascada.

<sup>78</sup> Se supone una elasticidad unitaria de la recaudación fiscal al crecimiento del PBI. Ello estaría mostrando que, además del problema de los impuestos en cascada, el sistema tributario brasileño tiene un alto componente procíclico y, hasta el momento se ha avanzado poco en la lucha contra la evasión fiscal, que es altamente significativa en Brasil.

Dado que el superávit primario ha sido, en media, aproximadamente 3,3% del PBI entre 1999 y 2001, puede concluirse que la totalidad del superávit fue obtenido con aumentos de impuestos.

Esto nos lleva a considerar algunos problemas que quedan pendientes en la economía brasileña y que colocan, a nuestro modo de ver, algunos conos de sombra sobre su futuro y de los cuales nos limitaremos a mencionar los tres que consideramos principales.

*Reforma Tributaria y Presión Fiscal:* El actual<sup>79</sup> nivel de presión fiscal es extremadamente alto con relación a otras economías emergentes, situando en niveles cercanos a la media de los países de la OCDE, lo que no daría lugar a futuros incrementos de impuestos en caso de un shock económico futuro, por lo que deberá resolverse sobre la base de una disminución del gasto público, lo que generará, sin duda, complicaciones políticas, dada la presión al aumento del gasto público observado en la clase política. En forma adicional, diferentes coaliciones empresariales se están formando para imponer una Reforma Tributaria que, aunque mejorará sensiblemente la competitividad de los sectores productivos brasileños<sup>80</sup>, presenta serios riesgos en cuanto a su capacidad de mantener los actuales niveles de presión tributaria.

*Estabilización de la relación Deuda / Producto;* Este es "El" indicador de la solvencia intertemporal del Estado. La deuda del sector público consolidado, medida según los patrones internacionales de comparación utilizados por el FMI (DSBB) asciende a aproximadamente 74% del PBI<sup>81</sup> y presenta a nuestro modo de ver dos problemas;

- ❖ El primero es su composición<sup>82</sup>. Al tener una fuerte participación de títulos indexados al tipo de cambio y a la tasa de overnight (SELIC), presenta una alta volatilidad, que la convierte en extremadamente dependiente de las fluctuaciones del tipo de cambio y de la tasa de interés - inhibiendo además, en forma parcial, la eficacia de la política monetaria-. Pese a que el Bacen es consciente de ello, y ha intentado llevar adelante una política de sustitución de estos títulos por títulos a tasa fija, parece extremadamente difícil corregir este sesgo, ya que el mercado no acepta títulos de largo plazo a tasa fija,

---

<sup>79</sup> Se estima que la presión tributaria total en el año 2001 alcanzó valores superiores a 34% del PBI. El Secretario de la Receita Federal, Everardo Maciel, manifestó públicamente "que la economía brasileña se encuentra en el techo absoluto de su capacidad de aumentar la presión impositiva, sin provocar efectos negativos importantes en la capacidad de crecer del sector privado".

<sup>80</sup> Un reciente estudio de la FIESP muestra que sustituir los impuestos en cascada por un IVA permitiría una disminución de los costos productivos de entre 6 y 10% dependiendo del sector. O sea, manteniendo constantes las ganancias empresarias, podrían bajar los precios en la magnitud mencionada o si ellos se mantuvieran constantes equivale a una devaluación real de la misma magnitud.

<sup>81</sup> La forma tradicionalmente utilizada en Brasil para medirla es la Deuda Neta del Sector Público, que detrae del total de la deuda la base monetaria, reservas, etc., y se encuentra actualmente en niveles cercanos a 53% del PBI.

<sup>82</sup> Recientemente el FMI manifestó en forma pública su preocupación al respecto, en particular por el componente de la deuda que se ajusta por tipo de cambio.

mientras que si lo hace con títulos postfijados. Adicionalmente, el Gobierno Federal es el único proveedor de *hegde* cambiario en gran escala –y lo será por un largo tiempo–, lo que obliga a mantener una proporción sustancial de la deuda en títulos indexados al tipo de cambio.

#### Composición por tipo de indexador - Deuda Neta Sector Público

Fin de período	R\$ (millones)	Cambio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	TJLP	IGP-DI	Otros	
1998 Dic	323.860	21,0	5,4	0,3	69,1	3,5	0,2	0,1	0,5	100,0
1999 Ene	364.478	30,4	4,5	0,3	57,9	6,0	0,2	0,0	0,7	100,0
Jun	383.133	24,0	3,4	0,2	64,0	8,1	0,2	0,0	0,1	100,0
Dic	414.901	24,2	3,0	0,3	61,1	9,2	0,1	2,1	0,0	100,0
2000 Ene	418.450	24,4	3,0	0,3	60,0	10,2	0,1	2,0	0,0	100,0
Jun	491.810	21,1	5,4	1,0	54,7	13,3	0,1	4,4	0,1	100,0
Dic	510.698	22,3	4,7	1,6	52,2	14,8	0,0	4,4	0,0	100,0
2001 Ene	512.919	22,5	4,7	2,5	51,4	14,4	0,0	4,4	0,0	100,0
Jun	580.825	26,8	5,0	3,7	50,2	10,8	0,0	3,5	0,0	100,0
Nov*	626.962	31,1	3,4	3,9	50,3	8,2	0,0	3,1	0,0	100,0

Fuente: Bacen

Debe notarse que, en contrapartida, el Tesoro y el Banco Central han logrado extender en forma considerable la *duration* media de la Deuda Pública<sup>83</sup>.

- ❖ El segundo es la tasa de interés a la que es colocada dicha deuda. Las emisiones de títulos indexados al dólar, se colocan a tasas que van de 8 a 12% según los plazos y el momento en que son colocados y las emisiones en moneda nacional tienen relativamente altas tasas de interés reales (10/12% anual) cuando ajustadas por el deflactor del PBI.

#### Tasa de interés media de la DNSP – julio / noviembre de 2002

	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre
	Anualizada	Anualizada	Anualizada	Anualizada	Anualizada
Deuda neta Total	18,4	17,2	11,3	17,8	13,7
Gobierno Federal	12,3	16,7	11,9	20,9	16,6
Gobiernos Estados	24,8	29,1	20,3	15,8	15,9
Gobiernos municipales	34,0	23,6	27,1	17,5	17,8
Empresas del Estado	35,5	25,1	60,6	71,8	-48,3
Deuda interna neta	45,1	43,4	33,0	26,6	-16,1
Deuda externa neta	14,0	11,4	14,3	10,9	14,3

Fuente: Bacen - La tasa de la deuda interna se ve fuertemente afectada por las variaciones en la cotización del dólar

Ello nos lleva a concluir que la estabilización de la relación Deuda / Producto, exige no sólo el mantenimiento de los altos niveles presentes de superávit primario, durante un horizonte temporal muy

<sup>83</sup> El plazo medio de la Deuda Pública en poder de particulares aumento de 28 meses en junio de 2000 a 35 meses en diciembre de 2001.

prolongado, sino altas tasas de crecimiento del PBI (>a 4% anual<sup>84</sup>), cercanas al máximo de su crecimiento potencial no inflacionario, de forma de reducir esta relación por el lado del denominador.

El propio Banco Central tomó nota de esta preocupación, y publicó en marzo de 2001 un estudio<sup>85</sup> con un análisis al respecto que muestra los siguientes escenarios:

**Estimación de la deuda neta del sector público consolidado en el 2010**

Escenario desfavorable		Escenario Favorable	
DNSP / PBI	75%	DNSP / PBI	33%
Supuestos		Supuestos	
Superávit primario consolidado: 2,8% del PBI		Superávit primario consolidado: 2,8% del PBI	
Tasa de crecimiento real anual del PBI: 2,5%		Tasa de crecimiento anual del PBI: 4,0 %	
Tasa de interés real de la DNSP: 12%		Tasa de interés real de la DNSP: 6%	
<i>Estabilización de la relación DNSP / PBI en 50% (marzo 2001)*</i>			
a	Tasa de crecimiento real anual del PBI: 6%	Tasa de crecimiento real anual del PBI: 0,5%	
b	Tasa de interés real de la DNSP: 8,5%	Tasa de interés real de la DNSP: 8,5%	

Fuente: Bacen - \*a) se fija la tasa de interés b) se fija la tasa de crecimiento – se supone una elasticidad de recaudación unitaria

Este análisis fue realizado asumiendo como límites las tasas de crecimiento de la economía brasileña en el período 1980/2000 (2,4%) y para el período 1970/2000 (4,3%).

Los análisis de sensibilidad que realizamos con nuestro modelo de evolución de la deuda pública brasileña<sup>86</sup> son bastante coincidentes.

La pregunta a realizarse es que plazo llevará la reducción de la tasa de interés real a 6% -que implica una reducción de 500 puntos básicos sobre los niveles actuales-, y si es posible para la economía brasileña crecer interrumpidamente a una tasa de 4% anual durante una década.

Se observa entonces que la evolución de la deuda (D) es dependiente de tres variables; tasa de crecimiento del PBI (T), tasa de interés real (R), nivel de superávit primario (S).

**D (T, R, S)**

En cuanto a la reducción de la tasa de interés real, ella está estrechamente ligada a la evolución de la tasa de inflación interna y la evolución del riesgo soberano, el que a su vez está determinado por las agencias internacionales de calificación de riesgo. Pareciera, siendo muy optimistas, que una mejora sensible en la calificación de riesgo llevará de dos a tres años, lo que hace que la media más probable de la década se acerque a 8%.

En cuanto a un crecimiento continuo de 4% anual, si bien es posible, en tesis, no debemos olvidar que, desde 1995 la economía brasileña

<sup>84</sup> Nótese que esa tasa representa el 90% del crecimiento posible no inflacionario del PBI, dados el *gap* entre Producto potencial y real, tasa de crecimiento de la productividad de los factores y niveles presentes y estimados de Inversión Bruta Fija. Niveles superiores a 4,5% tienden a generar o presiones inflacionarias o fuertes desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

<sup>85</sup> Pedro Paulo Ciseski. Op cit

<sup>86</sup> Informe Político y Económico de Brasil, varios números, 2000 y 2001

experimenta cada 2 años *shocks* internos o externos de magnitud que modifican las hipótesis de crecimiento, razón por lo cual parece más razonable estimar una tasa de crecimiento media en el entorno de 3%<sup>87</sup>.

La única variable endógena es el superávit primario, que es fijado por el Congreso a través de la LDO<sup>88</sup>. Como mencionamos antes, en los últimos tres años, éste ha sido superior a 3% del PBI, pero no parece posible que un superávit primario tan alto sea políticamente sustentable en el tiempo, siendo un valor similar a este el que permitiría estabilizar, con una tasa de interés real en el orden de 9/10% y un crecimiento en el orden de 3% anual, la relación DNSP/PBI.

*Sector Previsional*; La incapacidad demostrada por el gobierno para terminar de aprobar la reforma del sector en lo que hace a las jubilaciones del sector público, y los aumentos del salario mínimo muy por arriba de la inflación junto a la baja tasa de creación empleos dentro del sector formal, nos hacen prever que el déficit<sup>89</sup> de este sector comenzará a consumir participaciones crecientes de los gastos del sector público, generando una mayor presión para incrementar una carga tributaria que se encuentra en el límite técnico.

Existen, por supuesto, otra infinidad de puntos que podrían ser colocados como incógnitas, pero nos limitamos a resaltar aquellos que, a nuestro criterio, generan los mayores interrogantes.

---

<sup>87</sup> Las estimaciones del mercado son de un crecimiento de 2,5% en 2002 y 3,5% en 2003.

<sup>88</sup> Ley de Direccionamiento Presupuestario, que da las guías generales a las que se debe adaptar la Ley de Presupuesto.

<sup>89</sup> Los cálculos oficiales estiman que será posible mantener el déficit de la Previsión Social en valores levemente superiores a 1% del PBI a lo largo de la década. No obstante estos cálculos tienen implícitas tasa de crecimiento de la economía y del salario real que pueden ser consideradas como optimistas.

## ANEXO

### COMPARACIÓN CON EL CASO ARGENTINO

Las declaraciones del Ministro de Economía respecto a que tomará como modelo a Chile y Brasil parecen ser un indicador muy fuerte que Argentina se encamina hacia un régimen de Metas de Inflación.

A partir de ello, parece interesante analizar las similitudes y diferencias entre Brasil y Argentina en el marco inicial del lanzamiento de esta nueva "ancla" nominal de la economía. Específicamente nos ocuparemos de dos de ellas; el impacto esperado en los coeficientes de *pass-through* y las diferencias existentes en el marco institucional.

Varias de las cuestiones iniciales del caso brasileño parecían reproducirse en la Argentina al momento de salir de la Convertibilidad, incluso con un mayor grado de intensidad:

- El *gap* existente al momento de la devaluación entre Producto Bruto potencial y real –la economía se encuentra en recesión desde mediados de 1998-,
- La sobrevaluación de la moneda previa a la devaluación –el tipo de cambio real es 0,79 respecto la situación de inicio de la convertibilidad -,
- Un bajo nivel inicial de inflación – la economía experimentaba dos años de deflación medida tanto por precios minoristas como mayoristas-.

Otros de los factores iniciales apuntados también se reproducen, tales como la concentración de ventas en supermercados, bajo grado de apertura de la economía e importantes ganancias de productividad acumuladas<sup>90</sup> junto a un superávit fiscal federal primario en el entorno de 0,5 /1 % del PBI (excepto en 2001).

El conjunto de estos elementos parecería apuntar a que, en caso de salir de la convertibilidad hacia un régimen de flotación, los coeficientes de *pass-through*, deberían tender a mantenerse bajos.

Sin embargo, algunas particularidades típicas de Argentina, diferencian más el contexto inicial.

A) Los precios de los servicios públicos –precios administrados (BLP)- se encuentran contractualmente dolarizados. La negociación<sup>91</sup> a ser realizada por el gobierno, deberá incorporar alguna combinación de devaluación y ajuste por índices de precios, que probablemente resulte en un sustancial aumento en el valor de las tarifas, finalizado el período de veda de 180 días. Durante ese período, el impacto en índices de precios será muy favorable y es probable que, una vez

---

<sup>90</sup> Es probable que parte de ellas hayan sido consumidas durante la prolongada recesión que vive Argentina

<sup>91</sup> La experiencia de las renegociaciones de contratos ocurridos en los últimos años, que derivaron en aumentos de precios, extensión de los plazos de monopolio, disminución de los planes de inversión comprometidos, parecen enseñar que la posición de la economía, desde el punto de vista de su competitividad, es peor después de las renegociaciones.

negociado el reajuste se corrija buena parte del sesgo favorable a los no transables en general y a los servicios públicos en general, que se observó durante los '90 traduciéndose en una mejora de la competitividad de los productores de bienes.

Precios Relativos Base Abr 01=100			
Ano	Serv.Priv. / Bienes	Serv.Publ / Bienes	Serv.Total / Bienes
1994	130,57	105,98	126,88
1995	131,14	111,96	128,25
1996	130,99	116,13	128,75
1997	131,38	128,82	131,00
1998	131,06	136,04	131,81
1999	135,18	144,03	136,51
2000	136,38	147,62	138,08
2001*	138,02	152,05	140,27

Fuente: Ministerio de Economía - \* hasta Agosto

Sin embargo el impacto en el índice de precios al consumidor, cuando se produzca el reajuste, será muy significativo<sup>92</sup>.

B) El componente de bienes transables en el índice de precios al consumidor argentino es sensiblemente superior que en el brasileño, lo que obviamente debería traducirse en un coeficiente final de traslado a precios mayor. Esta hipótesis adquiere un mayor grado de sustento empírico ante la verificación que, en Brasil, los precios minoristas crecieron 0,7% en el primer mes de la devaluación con una desvalorización del Real de 64% y en Argentina crecieron 2,3% con una devaluación de 40%.

#### Composición Índice de Precios al Consumidor – Argentina / Brasil

Precios al consumidor	Administrados	Transables	No transables
Brasil	35,057	33,9553	30,9873
Argentina	9,2 <sup>93</sup>	53,7	37,1

Fuente: Elab. propia con datos IBGE e Informe IEFÉ<sup>94</sup>

C) La reforma al Código Civil de 1991, que admitió la posibilidad de elegir la moneda en que se realizan los contratos, abre un gran espacio de conflictos entre los *players* del mercado<sup>95</sup> ante una devaluación. Pese a que la Ley de Emergencia Económica obliga a la

<sup>92</sup> La discusión respecto a los valores de las tarifas públicas a quedado en la sombra, debido a los conflictos de todo tipo que enfrenta el gobierno. El apoyo de España, Francia e Italia al programa en curso deberá ser tomado en cuenta para evaluar la recomposición de estos precios. Parece también conveniente mantener al público permanentemente informado sobre su evolución, de manera tal que el reajuste no actúe de manera negativa sobre las expectativas cuando se produzca.

<sup>93</sup> La denominación de administrados en el caso de los servicios se utilizó debido a que sus precios se formarán, en el futuro, como consecuencia de las negociaciones a ser realizadas entre el gobierno y las empresas prestadoras.

<sup>94</sup> Basado en el artículo del Dr. Jorge Carrera titulado “Devaluación, poder de compra y empleo. Efectos distributivos de la devaluación”.

<sup>95</sup> Las ventas de bienes producidos en el país o importados, excepto en la etapa de venta al consumidor final, así como la mayor parte de los financiamientos de bienes de consumo no durable e inmuebles se encuentran atados al tipo de cambio.

apertura de un espacio de negociación<sup>96</sup> sobre los contratos ya realizados, se mantuvo la redacción de los artículos del Código Civil que establecen que las transacciones expresadas en monedas extranjeras generan obligaciones de dar sumas de dinero y deben cancelarse en la misma especie. La cancelación de las transacciones deberá realizarse en la moneda en que se contrató –traducidas a su equivalente en moneda Argentina al valor del día- aunque se dicten disposiciones que prohíban o limiten las operaciones con monedas extranjeras dentro del país. Ello implica que los precios de venta futuros de los bienes mantendrán su indexación al dólar, en la proporción que las partes hayan acordado trasladar de la devaluación<sup>97</sup>. Además, los diferentes agentes económicos involucrados tienen niveles de información y de poder negociador muy diferentes, lo que potencia los conflictos entre los agentes. En Brasil, los contratos sólo se expresaban, y se expresan, en moneda nacional, lo que reduce el grado de indexación al dólar en cada momento.

D) A diferencia de Brasil, donde la moneda local cumple las funciones de medio de pago y reserva de valor, en Argentina la moneda nacional cumple sólo con la función de medio de pago, desde un período bien anterior a la Convertibilidad y, culturalmente, la reserva de valor y el medio de pago de los negocios con algún grado de significación es el dólar. La población tiene una “memoria inflacionaria” muy fuerte derivada de los procesos de alta inflación de los '70 y '80 y, especialmente, de las dos hiperinflaciones de 1989 y 1990.

Ello lleva a que el valor del dólar sea un indicador referencial para todos los individuos e induce comportamientos fuera de lo previsible en cuanto a la fijación de precios<sup>98</sup>.

E) Los plazos de pago a los productores son muy extensos en media (> a 90 días), lo que dada la obligación de renegociar esos contratos<sup>99</sup>, probablemente provoque severos problemas en la estructura de capital de trabajo de las empresas, ya que una proporción significativa de los bienes vendidos o son importados, o tienen componentes importados. Ello podría resultar en que las empresas intenten trasladar a precios, en proporciones superiores a lo que normalmente harían, el impacto de la devaluación, a fin de recuperar el capital de giro perdido.

En Brasil, no sólo los plazos de pago son más cortos, sino que en el caso de los productores medios y chicos, el uso intensivo de la duplicata, permitió reducir el impacto negativo de la devaluación.

---

<sup>96</sup> El *paper* fue escrito antes de la publicación del Decreto 214/02

<sup>97</sup> Nótese la existencia de un sesgo discriminatorio contra los ahorristas en general y el sistema financiero al pesificárseles a estos sus activos y pasivos y permitir a los productores de bienes mantener su indexación al dólar.

<sup>98</sup> Las noticias referidas a las compras de insumos importados al contado y billete dólar, pese a las fuertes restricciones de acceso a las divisas, son ilustrativas al respecto.

<sup>99</sup> O pesificarlos 1 a 1 según lo establece el Dto 214/02.

F) Los sectores productores de bienes y servicios se encuentran altamente transnacionalizados, existiendo muy pocos *players* relevantes de capital nacional<sup>100</sup>, los que a su vez han internacionalizado sus operaciones fuertemente en los '90 para adquirir escala, razón por la cual sus balances consolidados se realizan en dólares. Ello genera, *per se*, una demanda por cobertura de cambio significativa<sup>101</sup>.

Adicionalmente, el diseño de política industrial<sup>102</sup> a lo largo de los '90, al inducir a la especialización de la producción en nichos, eliminó buena parte de la densidad de las cadenas productivas nacionales, generando una mayor demanda por bienes intermedios y finales importados.

La intensidad de este proceso fue menor en el caso brasileño.

G) Los procesos de sustitución de importaciones tienden a ser mucho más lentos en la realidad de lo que los *policy makers* imaginan, exigiendo además un determinado nivel de certidumbre - por lo menos en cuanto a expectativas -, acerca de que el tipo de cambio real será más alto durante un período prolongado. Este proceso se encuentra también vinculado a cuestiones de escala productiva, las posibilidades de recuperación de un parque industrial inactivo relativamente obsoleto y al nivel de tecnología requerido para volver a ponerlo en marcha, así como de la existencia de crédito a largo plazo -el que hoy es inexistente en Argentina- para ello.

La experiencia brasileña muestra que la sustitución de importaciones fue relativamente marginal - por lo menos en el período analizado - y concentrada en sectores de bienes de consumo no durables y, de forma menor, en durables.

Cabe preguntarse por otra parte sí, en el contexto de restricción crediticia existente en la actualidad y previsible para el futuro cercano<sup>103</sup>, los sectores productivos orientados a la exportación serán capaces de aumentar significativamente el *quantum* exportable.

Además de estos puntos existen otras cuestiones, vinculadas al marco jurídico, político, institucional y regulatorio que son absolutamente diferentes;

Eichengreen señala algunos problemas vinculados con la transición a la flotación en países emergentes y los temores que genera (*fear of floating*) que, a nuestro modo de ver, describen en forma bastante razonable la situación Argentina y las eventuales dificultades para adoptar las Metas de Inflación como ancla nominal de la economía:

---

<sup>100</sup> Entre los más notorios; Grupo Perez Companc, Grupo Arcor, Grupo Techint, Grupo Macri, Grupo Pescarmona.

<sup>101</sup> Aunque todos ellos, con excepción de Macri, son importantes exportadores en su sector, y en términos netos, importantes generadores de divisas.

<sup>102</sup> La discusión respecto a si fue correcta o no, excede los objetivos de este análisis. La realidad es que el componente de valor agregado nacional de la producción industrial Argentina cayó significativamente en los '90. Al respecto ver los trabajos de Rozenberg y Svatzmann publicados por la SREEII/MRE y el CEI.

<sup>103</sup> Más adelante se profundiza un poco más este concepto, pero parece, en principio, una cuestión muy complicada restablecer una identidad básica para el crecimiento económico como es Ahorro = Inversión.

- Coeficientes de *pass-through* altos; si el compromiso con la estabilidad de precios de la autoridad monetaria (o económica) es percibido por los agentes como poco creíble, es muy posible que el *shock* transitorio de la devaluación, sea convalidado y tienda a convertirse en permanente, generando inflación y no una modificación en los precios relativos.
- Problemas para prever la inflación futura; donde no solamente cuenta el grado de credibilidad de la política monetaria y la existencia de instrumentos que permitan proyectarla, como el hecho que los países emergentes son mucho más *commoditie* dependientes que los industrializados<sup>104</sup>. A esto se debe agregar la desproporcionada dependencia de flujos de capital externos que requiere la Argentina<sup>105</sup> para sostener altas tasas de crecimiento.
- Pasivos dolarizados<sup>106</sup>, donde la devaluación produce dos efectos encontrados, aumenta la competitividad de los productores de bienes pero simultáneamente se deterioran los balances de empresas, gobierno, familias y bancos y donde este último efecto puede ser bien superior al primero si la devaluación es significativa. Cuando una economía se encuentra altamente dolarizada, las ventajas de las Metas de Inflación se ven fuertemente disminuidas, ya que la flexibilidad admisible del tipo de cambio es menor. Los programas exitosos de transición a Metas de Inflación en países emergentes exigen de sistemas financieros bien desarrollados<sup>107</sup> y un sistema regulatorio eficiente. Einchgreen señala también que, “si las fluctuaciones en el tipo de cambio, implícitas en un sistema de Metas de Inflación, son compatibles con la inestabilidad financiera sólo cuando el acceso a las divisas es limitado por el marco regulatorio, el costo puede ser crecimiento lento y subdesarrollo. La severidad de este riesgo depende de la evaluación individual de la importancia del capital extranjero para el desarrollo de la economía y el nivel en el cual el libre acceso a las divisas debe ser limitado para que coexistan flexibilidad en el tipo de cambio y estabilidad financiera”.
- Problemas de credibilidad, donde los agentes pueden dudar del compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios si perciben que esta se encuentra dispuesta a financiar

---

<sup>104</sup> Einchgreen se refiere a los industrializados, nosotros, al comparar el caso argentino con Brasil, podríamos realizar un supuesto parecido si lo enfocamos desde el punto de vista del perfil de nuestras exportaciones. La comparación entre la composición de índices de precios de ambos países tiende a confirmar nuestra hipótesis.

<sup>105</sup> Nuevamente, Einchgreen, se refiere a cuestiones generales de países emergentes vinculados con el financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La comparación con la dependencia de un crédito del FMI para asegurar una transición más o menos confortable es nuestra.

<sup>106</sup> Ello fue corregido por el Dto 214/02. Sin embargo, caben serias dudas sobre su constitucionalidad.

<sup>107</sup> No sólo en cuanto a su solidez y solvencia como en la existencia de instrumentos de cobertura frente a riesgos de variaciones en el tipo de cambio y tasa de interés.

los déficit del gobierno<sup>108</sup>. Ello lleva a un mayor grado de volatilidad en las variables financieras con implicaciones negativas para la economía, ya que se deberá forzar la utilización de altas tasas de interés para alcanzar el objetivo de inflación deseado. La credibilidad de un Banco Central puede ser lograda a través de una amplia transparencia en su política y en el marco instrumental que utiliza, pero requiere indefectiblemente eliminar la "dominancia fiscal" de la mente de los agentes, incluso a nivel de gobiernos subnacionales. Cuanto menor la credibilidad, menor el atractivo de las Metas de Inflación.

Concluye que el régimen de Metas de Inflación es preferible para países con bajo grado de apertura, con sistemas financieros sólidos y bien regulados, en los que existen amplios mercados de capitales en los que obtener coberturas y en los que la autoridad monetaria posea un razonable grado de credibilidad.

Este conjunto de requisitos se cumple, de manera bastante razonable en Brasil, pero creemos que, en el caso argentino, buena parte de ellos son difíciles de ser alcanzados.

Vamos a analizar los diferentes puntos de partida:

*Marco Político:* El Presidente Duhalde, fue electo por el Congreso, como última instancia luego de la renuncia de 4 Presidentes en 15 días. Aunque su base de respaldo en el Parlamento parece ser bastante consistente, carece de la legitimidad –por lo menos relativa– que otorga el voto popular. El Presidente Cardoso, acababa de ser reelecto con más del 50% de los votos y contaba con una amplia mayoría propia dentro del Congreso.

*Marco jurídico e institucional:* Al momento de la devaluación existía un amplio consenso en Brasil, respecto de su necesidad. La misma se produjo en un marco de respeto a los derechos adquiridos de los ciudadanos respecto a los contratos. El Estado absorbió los costos de la devaluación vía mecanismos de mercado<sup>109</sup>. No se produjeron temores de caída de Bancos, excepto en dos casos<sup>110</sup> que fueron rápidamente controlados.

La implantación de un régimen de Metas de Inflación en Argentina, además del rechazo generalizado de la ciudadanía a una devaluación mostrado en diferentes encuestas, está precedido de una declaración de moratoria de la deuda pública y de la deuda privada –esta en forma compulsiva–. Simultáneamente, se pesificaron los créditos y depósitos bancarios, debiendo absorber el Estado –ya declarado en *default*– el costo de los diferentes valores de pesificación mediante un

---

<sup>108</sup> Los países emergentes han introducido regímenes declarados de Metas de Inflación sólo después de alcanzar resultados fiscales sólidos. (Schoefer, Stone, Zelmer, 2000)

<sup>109</sup> En los primeros dos capítulos de este trabajo se comentó que el Banco Central otorgó *hedge* en forma casi ilimitada a los mercados y al sistema financiero vía incremento de la Deuda Pública.

<sup>110</sup> Bancos Marka y Fonte Cidam. Su caída se produjo en el medio de fuertes acusaciones sobre *inside trading*. Para más detalles ver los Boletines de Coyuntura Política y Económica de Brasil de la Embajada Argentina en Brasil del primer semestre de 1999.

bono al mismo sistema financiero, que está técnicamente quebrado e incapacitado para otorgar crédito. Debe añadirse, y este es un comentario intuitivo que, parece difícil que en el mediano plazo, cualquiera sea el diseño de sistema financiero que se tenga, este sirva para canalizar el ahorro privado, dado que los ahorristas difícilmente olvidarán lo que perciben como un confisco parcial de sus bienes.

*Marco Regulatorio:* El mercado de capitales argentino es muy pequeño y no existen<sup>111</sup> instrumentos desarrollados de cobertura de tasas de interés y tipo de cambio. Existen dudas sobre si el órgano de regulación –CNV- permitirá que la Bolsa de Comercio reglamente este tipo de operaciones. Por otra parte, la moratoria de la deuda pública y privada hace que no haya prácticamente acceso al crédito externo, con lo cual casi no existirían puntas vendedoras<sup>112</sup>, que genera un mercado estructuralmente desequilibrado, lo que no parece ser una buena guía para contribuir a formar expectativas. Adicionalmente, parece razonable suponer que buena parte de la deuda pública que no ingreso en el “canje” de noviembre de 2001, así como emisiones de bonos privados se encuentre en manos de residentes<sup>113</sup> con alta capacidad de ahorro. Si ello es cierto, el propio *default* del gobierno tiende a reducir estructuralmente<sup>114</sup> la oferta de dólares genuina al mercado.

Por otra parte el BCRA no ha dado señales sobre su intención de realizar una política monetaria transparente y de comunicar al mercado los criterios que la guiarán<sup>115</sup>.

En el caso brasileño, el mercado de futuros y opciones de la Bolsa de San Pablo, es un mercado extremadamente activo y líquido, y aunque se repite el problema de faltas de puntas vendedoras, el Banco Central interviene proveyendo *hedge* de cambio vía títulos públicos con ajuste dólar<sup>116</sup>.

Vale la pena recordar que el FMI prohibió específicamente al Banco Central de Brasil actuar en los mercados de futuros y derivados de tipo de cambio, limitando su accionar al mercado de contado y a las

---

<sup>111</sup> Las operaciones que se realizaban al respecto eran formalizadas con NDF en el mercado norteamericano.

<sup>112</sup> Parece difícil imaginar al mercado aceptando títulos ajustados por dólar del gobierno y que el FMI acepte que el Banco Central se convierta en la punta vendedora. El uso de expresiones como “el valor de intervención en el mercado cambiario es un secreto de estado” aunque correctas en el aspecto práctico, inducen a pensar que, en realidad, el Banco Central no va a dejar flotar la moneda, a efectos de evitar impactos en los precios, lo que lo convierte en sujeto de una fuerte especulación basada en la presunción que las reservas no le van a alcanzar para cubrir la apuesta, según demuestra la mayor parte de la experiencia internacional en el caso de ataques especulativos.

<sup>113</sup> Las cifras que cada tanto circulan sobre los depósitos de argentinos en el exterior (US\$ 80/100.000 millones) tienden a solidificar esta hipótesis.

<sup>114</sup> Vía el ingreso de divisas para ser consumidas por los residentes.

<sup>115</sup> Es muy probable que esta crítica sea excesiva, ya que ni siquiera queda claro que Argentina se encamine definitivamente hacia un régimen de Metas de Inflación.

<sup>116</sup> La primera revisión del acuerdo con el FMI en marzo de 1999, prohibió la intervención del Banco Central en el mercado de futuros y opciones de divisas, a efectos de mantener un estricto control sobre el nivel de reservas.

operaciones realizadas por el mecanismo antes mencionado. El objetivo buscado es que se conozca en todo momento y con absoluta precisión el nivel de reservas netas disponibles<sup>117</sup>.

El acuerdo de Argentina con el FMI, necesario para obtener respaldo financiero externo, probablemente incluya restricciones de acceso por parte del BCRA a un eventual mercado de futuros

*Marco Fiscal:* Parece difícil argumentar solidez fiscal, a partir de los resultados de 2001 y el presupuesto 2002, donde la mayor parte de la caída en el déficit primario proviene del no pago de los servicios de la deuda. Los supuestos respecto a caída del PBI, recaudación fiscal, etc., son cuestionados por buena parte del mercado<sup>118</sup>. La fuerte contracción de la actividad económica, particularmente intensa en diciembre y enero próximos pasados, y las dificultades de instrumentación del mecanismo de devolución de depósitos bancarios, así como la respuesta del público a ellos, no permite cuantificar, por lo menos en este momento, el impacto final definitivo en términos de caída del PBI, precios y recaudación fiscal.

*Apertura de la economía:* El único punto en el que Argentina parece cumplir los requisitos planteados por Eichengreen, es en lo que se refiere al bajo coeficiente de apertura de la economía. Debe tenerse en cuenta que a los actuales niveles de tipo de cambio, el PBI nominal medido en dólares caerá en alrededor de 50% debiendo reproducirse un proceso similar al brasileño que llevará el coeficiente de apertura a valores de entre 25 a 30%, el que ya no puede ser considerado como bajo, por lo que cualquier shock devaluatorio posterior tendrá efectos muy significativos en los precios.

A modo de conclusión final podemos observar que los elementos de similitud con el caso brasileño señalados al inicio de este Anexo, quedan bastante desdibujados.

En este escenario, donde actúan efectos contrapuestos, pero donde pareciera que los elementos negativos tienen más peso que los positivos, todo induce a pensar a que están dadas las condiciones para que el coeficiente de traslado a precios sea mucho más alto que el ocurrido en Brasil, para el caso de adoptarse lisa y llanamente una flotación del tipo de cambio con Metas de Inflación como "ancla" de la economía. La capacidad real de intervención del Banco Central, así como la reconstrucción de un espacio de credibilidad para la política económica, parecerían ser los determinantes de la intensidad con que el *pass-through* actúe.

Parece, a partir de este análisis, que la situación inicial se asemejará más al caso mejicano, con coeficientes de traslado a precios al

---

<sup>117</sup> Una de las metas fijadas en el acuerdo original, después sustituido por metas de inflación, es que el nivel de Recursos Monetarios Netos mantenga un cierto nivel de relación con las reservas.

<sup>118</sup> No queda claro cual es el efecto que prevalecerá, si el impacto positivo –sobre todo en IVA– de los aumentos de precios, o la caída en el PBI. Nótese que un eventual aumento en las exportaciones trae aparejado un mayor nivel de reembolsos.

consumidor cercanos a 50% de la devaluación en el primer año y 70% en el segundo, que al caso brasileño.

La implementación de un régimen de Metas de Inflación, como ancla nominal de la economía, parecería enfrentar fuertes dificultades, derivadas del muy escaso grado de cumplimiento de las condiciones iniciales necesarias para su éxito.

La capacidad de revertir estas condiciones negativas iniciales, ofrece lo que, como mínimo, podría definirse como un interesante desafío.

A la luz de su magnitud, de la necesidad de una gran velocidad de respuesta, y en ausencia de un respaldo internacional de gran significación, pareciera, a priori, que anclar la economía, substituyendo la moneda Argentina por otra que ofrezca un mayor grado de credibilidad<sup>119</sup>, podría evitar, en el muy corto plazo, una profundización de la crisis, con efectos dramáticos sobre el tejido productivo y social.

Sin embargo, dado que este procedimiento ha sido desechado por la autoridad política y el camino parece ser un sistema que ofrezca flexibilidad en la política monetaria y cambiaria, parece necesario instrumentar como mecanismo de transición de corto plazo, una política cambiaria de flotación con bandas, acompañada de una adecuada programación monetaria y una rígida política fiscal, que permita controlar expectativas, mientras se recrean las condiciones mínimas<sup>120</sup> para el éxito del *Inflation Targeting*. Para que sea exitoso, deberá estar acompañado de un muy fuerte respaldo internacional, que asegure un nivel de reservas tal que desestime las apuestas contra el dólar.

Me permito esbozar algunas sugerencias con vistas colaborar en este proceso.

- Consagrar en forma taxativa dentro de la Constitución los derechos de propiedad de las personas físicas y jurídicas, de manera tal que no queden espacios de interpretación jurídicos sobre su alcance. Ello apunta a restablecer la confianza de los inversores y de los ciudadanos, actualmente inexistente, en un marco jurídico estable. Simultáneamente, debe prohibirse en la Constitución que los gobiernos otorguen subsidios que no estén claramente explicitados en el presupuesto, de forma tal que el arbitraje por las disputas quede claramente explicitado.
- Dado el proceso de rebelión fiscal existente, se hace necesario retroceder en la sofisticación del sistema impositivo hacia un sistema donde existan escasas posibilidades de evasión. (p.ej: rediseñar el sistema tributario sobre una estructura muy simplificada de bitributación, sin exenciones, con fuertes mecanismos de pago a cuenta del IVA y Ganancias a través de

---

<sup>119</sup> Debe tenerse en cuenta que una dolarización de la economía, aunque en una primera instancia reduciría los márgenes de incertidumbre y mejoraría las expectativas exigirá, para mantener condiciones de competitividad, la implementación de rápidas reformas en la Administración Pública en sus tres niveles y en la estructura tributaria, que no parecen compatibles con el sistema político argentino.

<sup>120</sup> Cabe preguntarse, con toda razonabilidad, si es posible recrear estas condiciones mínimas.

impuestos al comercio exterior –importaciones y exportaciones– y el impuesto a los débitos bancarios, otorgando la posibilidad de compensar los saldos a favor a través de mecanismos muy simples, reduciendo en forma simultánea las alícuotas de estos impuestos, en particular el IVA, de manera tal de generar incentivos al consumo).

- El Estado Federal y los gobiernos subnacionales deberán asumir el compromiso de readaptar sus presupuestos de gastos al hecho que no existirá por mucho tiempo financiamiento genuino a sus eventuales déficits. Por esta razón deberá consagrarse la existencia de un superávit primario de magnitud tal que permita, como mínimo, afrontar el pago de los intereses de la deuda renegociada.
- En forma subsidiaria se deberán introducir criterios de prudencia fiscal, que obliguen a los diferentes niveles de la administración pública al cumplimiento de determinadas metas en términos de gasto en personal, pagos de la deuda, límites de endeudamiento e inversiones en infraestructura.
- Los gastos sociales, principalmente los federales, destinados al combate a la pobreza, educación, salud, etc., deberán realizarse vía sistemas informatizados, determinándose taxativamente cual es el costo administrativo de cada uno de los programas, y exigiendo una contrapartida (prestación de algún tipo de servicio comunitario, niños en la escuela, programas de salud preventiva, etc.) a los beneficiarios.
- La reconstrucción del sistema financiero y un mercado de capitales, que cumplan en forma eficiente su función de intermediar el ahorro con la inversión deberá realizarse en forma urgente de manera tal de permitir, como mínimo, la existencia de un sistema monetario transaccional, que permita restablecer la cadena de pagos y que permita tener por lo menos una referencia en términos de tasa de interés. A las propuestas ya existentes (Pou, Guidotti) sobre como financiar una banca de inversión, que permita canalizar el ahorro, agrego la posibilidad de repensar un sistema que aliente la participación de los individuos a través de fondos de inversión, sean estos de corto plazo (descuento de facturas), como de largo plazo (private equity).
- La salida del “corralito” es prerequisite para ello. Ello no implica dejar de lado la bancarización forzosa de las transacciones económicas, base de la reforma fiscal propuesta en el primer punto. Podría instrumentarse un pago a cuenta significativo del impuesto a las ganancias para los retiros en efectivo, que permitiría autogenerar parte de los mecanismos de apoyo a las entidades con problemas de liquidez y que cuenten con garantías suficientes para ser apoyadas.
- El mecanismo de restricciones de acceso a divisas por parte de particulares deberá continuar momentáneamente restringido,

hasta que se termine la reestructuración de la deuda y la definición del futuro sistema financiero. Pero deberá asegurarse el libre acceso a ese mercado a los sectores productivos (bienes y servicios).

- Finalmente no puede dejarse de lado la necesidad de renegociar la deuda pública interna y externa. Dicha negociación deberá contener por lo menos tres alternativas: una quita en el capital y una reducción en la tasa de interés, convertirse en un bono de largo plazo, con cupón cero, y un esquema de amortización del capital con un período de gracia lo suficientemente prolongado<sup>121</sup>, o diseñar un mecanismo que permita a los acreedores quedar asociados a un probable futuro de crecimiento del país y por ende de los recursos tributarios. Dicha renegociación deberá ser compatible con un superávit primario exigente pero razonable y se deberá contemplar la posibilidad que los flujos de las AFJP se dirijan en forma compulsiva, y en moneda nacional<sup>122</sup> de manera tal de cambiar financiamiento externo por interno. La deuda privada externa es, definitivamente, un problema entre particulares<sup>123</sup>, que deberá ser resuelto entre acreedores y deudores sin intervención oficial.

Obviamente, estas ideas no pretenden ser un plan económico, ya que son extremadamente incompletas para ello, sino introducir elementos adicionales de debate con vistas a sustentar un modelo económico que permita, en el mediano plazo, reiniciar un proceso de crecimiento sustentable.

---

<sup>121</sup> En particular este último punto está orientado a las AFJP. Debe recordarse que una proporción relativamente relevante de la deuda son jubilaciones futuras de ciudadanos argentinos

<sup>122</sup> Por ejemplo, IPC + 6% anual

<sup>123</sup> En la medida en que las empresas son solventes y viables, ello se resuelve vía mecanismos de capitalización de deuda o extensión de plazos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ✓ Implementing inflation targeting in Brazil – WPS 1 – BCB – Bogdanski, Tombini, Werlang
- ✓ Leading indicators of inflation for Brazil – WPS 7 – BCB – Marcelle Chauvet
- ✓ Evaluation core inflation measures for Brazil – WPS 14 – BCB – Francisco marcos Rodrigues Figueiredo
- ✓ Avaliação das projeções do modelo estrutural do Banco Central do Brasil para a taxa de variação do IPCA – WPS 16 – BCB – Sergio Afonso Lago Alves
- ✓ A simple model for Inflation Targeting in Brazil – WPS 18 – BCB – Springer de Freitas y Kfoury Muinhos
- ✓ Inflation targeting in Brazil – WPS 24 – BCB – Bogdanski, Goldfan, Tombini, Springer de Freitas
- ✓ Inflation Targeting in Brazil: Reviewing two years of monetary policy – WPS 25 – BCB – Pedro Fachada
- ✓ Inflation Targeting in an open financially integrated emerging economy: The case of Brazil – WPS 26 – BCB – Kfoury Muinhos
- ✓ Monetary policy and inflation in Brazil (1975-2000): A VAR estimation – WPS 33 – BCB – André Minella
- ✓ Uma definição operacional de estabilidade de preços – WPS 35 – BCB - Tito Nicias Texeira da Silva Filho
- ✓ Can Emerging Markets Float? Should they inflation target? – WPS 36 – BCB – Barry Einchgreen (presentado originalmente en el Bank of England)
- ✓ Desempenho fiscal: Devemos aprofundar o ajuste? – NT do BCB 8 – Pedro Paulo Ciseski
- ✓ The pass-through from depreciation to Inflation: A panel study – WPS 423 – PUC/RJ – Goldfang / Werlang
- ✓ As metas de inflação: Sugestões para um regime permanente – Textos para discussão – BNDES – Fabio Giambiaggi e José Carlos Carvalho
- ✓ Brazil Memorandum on Economic Policies – varios números – IMF y Min. Fazenda
- ✓ Composición IPC-A - IBGE
- ✓ Informe Político Económico de Brasil – varios números – C.Vasconcelos Assessoria
- ✓ Carga tributária e competitividade da Indústria Brasileira – Fiesp/FGV-IBRE – janeiro de 2002
- ✓ Informe 1/2002 – Estudio Alejandro González y Asociados
- ✓ Devaluación, poder de compra y empleo. Efectos distributivos de la devaluación. – Jorge Carrera, Director del IEFE. Versión integral del artículo publicado en Página 12 el 6/1/02.