

# Una alternativa en materia de política económica para el Brasil por Fernando Henrique Cardoso

Luiz Fernando Rodrigues de Paula\*

## I. Introducción

El presente artículo tiene por objeto discutir una alternativa de política económica para Brasil que permita superar la actual tendencia al estancamiento que, a nuestro juicio, es inherente a la política económica adoptada por el gobierno de Fernando Henrique Cardoso. El enfoque teórico adoptado en el artículo tiene un sesgo implícitamente (pos)keynesiano. En un más sentido amplio, entendemos por *políticas keynesianas* aquellas políticas económicas que tienen como objetivo principal el crecimiento del producto bruto y del empleo, compatibilizándose este objetivo con la estabilidad de precios. Más específicamente, la concepción de política keynesiana aquí adoptada es aquella en la que las implicaciones de la política económica emergen de la percepción del papel de la demanda agregada en establecer

\*El autor se ha beneficiado de las investigaciones (y discusiones) realizadas sobre el tema de este *paper* con Fernando Ferrari Filho, João Sicsú y José Luís Oreiro, en el marco del Grupo sobre Moneda y Sistemas Financieros (IE/UFRJ), al que, no obstante, no le cabe ninguna responsabilidad por eventuales errores y omisiones presentes en este trabajo.

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA

Doctor en Economía por la Universidad Estatal de Campina. Ha realizado estudios posdoctorales en el *Centre for Brazilian Studies* de la Universidad de Oxford. En la actualidad es profesor adjunto de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad del Estado de Río de Janeiro (FCE/UERJ) e investigador del CNPq.

el nivel de actividad económica –inducida por las políticas macroeconómicas– y de la falta de fuerzas automáticas que generen en una economía de mercado una situación de pleno empleo. En otras palabras: en las economías monetaristas, el pleno empleo solamente puede ser alcanzado por accidente o por acción deliberada, o sea, a través de políticas de estado.

En la visión keynesiana, o más específicamente poskeynesiana, la política económica, basada en la concepción de no neutralidad de la moneda y en el principio de la demanda efectiva, es capaz de afectar de manera duradera –tanto en el corto como en el largo plazo– las variables reales de la economía (producto bruto y empleo).<sup>1</sup> Además, esta visión interpreta –en principio– como innecesaria, o incluso ineficaz, la adopción de políticas de restricción de la demanda como medidas destinadas al ajuste macroeconómico, sea en relación con la lucha contra el desequilibrio externo, sea en relación con las presiones inflacionarias.

En este contexto, cualquier estrategia de crecimiento económico con estabilidad de precios diseñada para la economía brasileña que procure establecer una alternativa que permita un crecimiento económico sostenido, debe compatibilizar el equilibrio interno (niveles de inflación controlados y gerenciamiento sustentable de la deuda pública interna) con el equilibrio externo (bajos niveles de déficit en cuenta corriente financiados predominantemente con capitales de largo plazo).

El artículo está dividido en cuatro secciones, además de la presente Introducción. La primera sección describe un esquema analítico macroeconómico destinado a superar la llamada “trinidad imposible”. En la segunda sección se analizan los *impases* de la economía brasileña y las precondiciones para una nueva estrategia de crecimiento. La tercera sección detalla la estrategia definida en este artículo. Por fin, una cuarta sección resume los argumentos desarrollados a lo largo del trabajo.

## II. La macroeconomía con control de capitales: superación de la “trinidad imposible”

En un mundo crecientemente globalizado en términos de movilidad de capitales, la llamada “trinidad imposible” parece cobrar cada vez más veracidad: no sería posible conciliar la perfecta movilidad de los capitales con la adopción de un tipo de cambio fijo y una política monetaria

independiente. O sea, las autoridades económicas no podrán alcanzar simultáneamente tres objetivos:

1. Un tipo de cambio fijo entre la moneda doméstica y otras monedas
2. La libre convertibilidad entre la moneda de un país y otras monedas
3. Una política monetaria nacional capaz de alcanzar objetivos macroeconómicos domésticos

De este modo, o el Gobierno renuncia a la autonomía en el uso de la política monetaria doméstica, adoptando un tipo de cambio fijo que determine que la tasa de interés del país siga la tasa internacional, o restringe la movilidad de los capitales o adopta tipos de cambio fluctuantes, de modo de poder practicar una política monetaria independiente. En el caso de inclinarse por un régimen de tipo de cambio fijo, no le asiste margen para una política monetaria autónoma o una política fiscal expansionista, ya que de acuerdo con la regla del *currency board*, la emisión de moneda doméstica deberá ser respaldada en un 100% por las reservas cambiarias del banco central. Por ejemplo, en caso de que el Gobierno (y el banco central) desearan reducir el nivel de desempleo aumentando la demanda agregada para bienes y servicios a través un recorte en la tasa de interés, esto no sería posible, ya que el banco central se vería incapacitado de reducir las tasas de interés por debajo de las disponibles en otras partes del mundo, en particular en los grandes centros. Por otra parte, en un régimen de tipo de cambio fijo, la defensa del tipo de cambio requiere que la política monetaria se dedique exclusivamente a mantener el tipo de cambio, no pudiendo ser utilizada para alcanzar objetivos relacionados con el empleo, por ejemplo. Por lo tanto, se sacrifica cualquier objetivo de política monetaria o fiscal en defensa del tipo de cambio. En términos de la “trinidad imposible”, el país satisface la primera condición (tipo de cambio fijo) y la segunda (convertibilidad), pero sacrifica la tercera (soberanía monetaria).

En este contexto, el intento de preservar la autonomía de la política monetaria en el marco de la globalización financiera reafirma dos tipos de proposiciones: adopción de un sistema de cambio flotante y control de capitales.<sup>2</sup>

La flotación cambiaria sería el camino natural para los *policymakers*, deseosos de tener una mayor autonomía en el ejercicio de la política monetaria sin sacrificar la convertibilidad de la moneda nacional y la integración en el mercado financiero internacional, permitiendo de ese modo una

“trinidad posible” al estilo del modelo Mundell-Fleming: libre movilidad de capitales, tipo de cambio flotante y autonomía de la política monetaria. En el caso de los tipos de cambio totalmente flotantes, la autoridad monetaria no interviene en el mercado cambiario, por lo que no habría alteración en las reservas en divisas. Por lo tanto, la balanza de pagos estará, por definición, en equilibrio. En este caso, el Gobierno sacrifica la primera condición y deja flotar el tipo de cambio, lo que permitirá, *ceteris paribus*, un nivel de actividad y empleo mayores, especialmente en las industrias exportadoras, al mismo tiempo que las tasas de interés domésticas más bajas estimularán el nivel de gastos de los agentes del mercado (empresas y hogares). El problema de esta opción, en particular para una buena parte de los países emergentes, poseedores de monedas débiles y no convertibles, se relaciona con las oscilaciones bruscas e intensas del tipo de cambio que se producen al compás del movimiento inestable de los flujos de capital que pueden afectar negativamente estas economías, como es el caso de la inflación (por los efectos de la devaluación sobre los costos de las empresas). De hecho, la volatilidad del tipo de cambio en países emergentes resulta, en buena medida, de los problemas asociados al financiamiento de niveles elevados de déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos de un país que puede llevar a una creciente demanda de cobertura (*hedge*) cambiaria en momentos de mayor incertidumbre en el escenario nacional y/o internacional. En este caso se suma que en situaciones de escasez de dólares –o sea, cuando la demanda es mayor que la oferta de dólares, lo que es típico de momentos en los que países con elevada vulnerabilidad externa se enfrentan con un deterioro en el escenario internacional– el mercado cambiario se torna aún más inestable.

Por otro lado, en el caso de países que tienen un número importante de empresas con obligaciones externas derivadas de créditos tomados en el exterior, o simplemente préstamos denominados en moneda extranjera contratados con el sector bancario doméstico (o por su intermedio), una devaluación más acentuada puede tener un efecto patrimonial devastador sobre las empresas endeudadas.<sup>3</sup> Se suma, además, que como el tipo de cambio es uno de los precios básicos que marcan las expectativas empresariales, la volatilidad cambiaria resultante de un tipo de cambio flotante, al aumentar la incertidumbre de los negocios, puede afectar negativamente las decisiones de inversión de las empresas. En ese sentido, mantener un régimen de tipo de cambio flotante puede ser incompatible con la libre

circulación de capitales. En otras palabras, en un mundo financiero crecientemente globalizado, y en particular en países con moneda no convertible y con cuenta de capital abierta, es posible que la trinidad posible, de acuerdo con el modelo Mundell-Fleming, no se alcance.

Una cuarta opción –que será adoptada en este artículo– a disposición de los *policymakers* deseosos de evitar oscilaciones (excesivas) en el tipo de cambio y obtener una mayor independencia de la política monetaria, consiste en restringir los flujos de capital. Lo que, en teoría, permite reducir directamente la demanda de activos en moneda extranjera y el potencial disponible para especular contra cierta moneda. Las propuestas de controles de capital varían desde la sugerencia de celebrar un acuerdo internacional que instituya un impuesto único sobre los flujos de capital (el llamado impuesto Tobin), hasta iniciativas nacionales como la tributación sobre el ingreso de capitales o el establecimiento de plazos mínimos de permanencia del capital (la llamada “cuarentena”).<sup>4</sup> El presupuesto básico que justificaría la adopción de controles de capital es que los costos y las distorsiones generadas por los controles –que incluyen la posibilidad de represalias de otros países (o de organismos internacionales), evasión de capitales por canales diversos, costos administrativos y, además, dificultades para cuantificar el impuesto necesario sobre el flujo de capitales– se verían más que compensados por sus potenciales beneficios macroeconómicos, destinados a superar los problemas causados por los flujos de capitales externos a la política macroeconómica en pequeñas economías.<sup>5</sup>

La idea básica es “poner arena en el engranaje” del mercado financiero internacional, para usar una analogía ya consagrada mundialmente (Eichengreen et al., 1995). El caso de China es el más extremo, ya que este país no ha permitido la convertibilidad de su cuenta de capital, sino solamente la convertibilidad de la cuenta corriente. Con la adopción de controles de capitales, la violación de la segunda condición –esto es, convertibilidad libre entre monedas– permite mantener las otras dos condiciones: 1) tipo de cambio fijo y 2) soberanía monetaria. En este sentido, se busca dilatar el ingreso de capitales introduciendo ciertas trabas, como pueden ser requerimientos extras de reservas sobre nuevos depósitos en moneda extranjera, o controles que limitan el endeudamiento en el exterior de las empresas radicadas en el país.<sup>6</sup>

La experiencia internacional parece indicar que los controles de capital más eficaces involucran el monitoreo de operaciones cambiarias en general

y deben ser abarcadores en su alcance y aplicados con rigor, de modo de evitar la posibilidad de re-denominación artificial de operaciones con el fin específico de evitar las restricciones existentes. Estas medidas deben cubrir, sobre todo, los ingresos de capitales de no residentes, monitoreando simultáneamente las salidas de capitales de residentes (Paula, 2002, p. 18). Por lo tanto, al reducir la rentabilidad de las operaciones cambiarias (2), se puede combinar un tipo de cambio más estable –incluso con la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante– con una mayor autonomía de la política monetaria. Esto permitiría un aumento en la soberanía económica nacional y la adopción de una política económica expansionista cuando se está en presencia de un cuadro recesivo.

### III. *Impasses* actuales en la economía brasileña

La economía brasileña se ha visto caracterizada más recientemente por políticas de *stop-and-go* o, alternadamente, por la tendencia a un semi-estancamiento. En efecto: después de crecer más de un 4,0% en 1995 como consecuencia de los efectos iniciales del plan de estabilización basado en un anclaje cambiario, el PBI pasó a mostrar significativas oscilaciones en su crecimiento: 2,6% en 1996, 3,3% en 1997, 0,1% en 1998, 0,8% en 1999, 4,4% en 2000, 1,5% en 2001 y 1,5% en 2002.<sup>7</sup> Ese desempeño mediocre de la economía brasileña se debe, en parte, a los efectos de una sucesión de crisis externas: la crisis mexicana en 1995, la crisis asiática en 1997, la crisis rusa en 1998, la propia crisis brasileña hacia el final de 1998 e inicio de 1999, y, más recientemente, la crisis argentina de 2001-2002 y una nueva crisis cambiaria brasileña en 2002. Además de la elevada vulnerabilidad externa,<sup>8</sup> uno de los factores que han contribuido a definir el cuadro de inestabilidad macroeconómica del país y su mediocre desempeño en términos de crecimiento económico, ha sido la política de elevadas tasas de interés seguida por el Banco Central con el consecuente aumento de la deuda pública.

El rápido crecimiento de la deuda pública federal, que alcanzó más del 55% del PBI en mayo de 2002,<sup>9</sup> resultó tanto del reconocimiento de “esqueletos fiscales” por parte del Gobierno como (y principalmente) de la combinación entre una elevada tasa de interés real y un bajo crecimiento del producto. La existencia de un *stock* de deuda pública de esa dimensión,

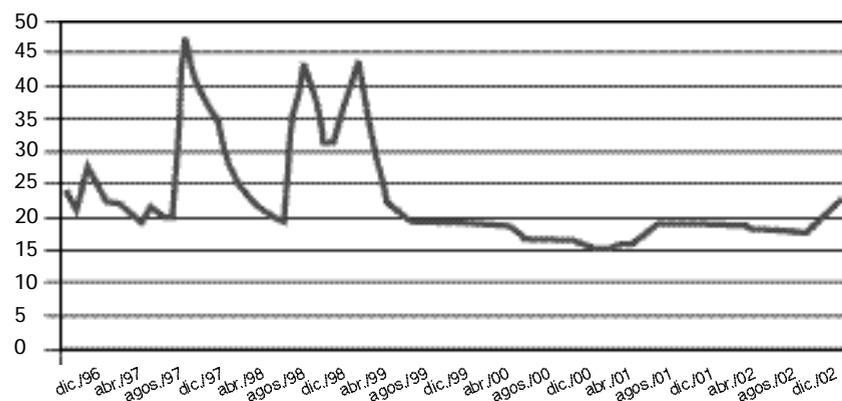
combinada con el perfil de la misma –caracterizado por la preponderancia de títulos pos-fijados (a tasa *overnight* y al cambio)–, dificulta sobremanera la ejecución de la política económica, con impacto sobre la política monetaria y cambiaria.<sup>10</sup>

Los cambios efectuados en la política económica en 1999 (la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante y de un régimen de metas inflacionarias) no redundaron en mejoras significativas en las variables macroeconómicas del país.<sup>11</sup> Por ejemplo, se esperaba que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible hiciera posible una reducción significativa de la tasa de interés en Brasil, permitiendo a la economía brasileña crecer a un ritmo similar al de la tasa de crecimiento potencial, estimada en torno al 4,5 % anual.<sup>12</sup>

Después del acentuado incremento en las tasas nominales de interés en el período de las crisis externas (octubre de 1997 a marzo de 1999), cuando llegó a alcanzar más del 40% anual, la tasa de interés nominal de corto plazo efectivamente declinó a partir de abril de 1999, ubicándose cerca del 15% por año a comienzos de 2001; pero volvió a aumentar a lo largo de 2001/02, y llegó a alcanzar más del 20% hacia finales de 2002 (ver Gráfico 1). Dado que las tasas de inflación –medidas por el IPCA– han sido relativamente moderadas en el período 1997-2002, se desprende que las altas tasas de interés nominales implican tasas de interés reales igualmente elevadas si se las compara con los niveles de interés real prevalecientes en otros países.

Las tasas de interés (nominales o reales) son altas en Brasil porque las autoridades económicas del país atribuyen a las mismas múltiples funciones, entre las cuales se destacan: reducir la demanda agregada en presencia de presiones inflacionarias, aun cuando no hubiera una demanda agregada excesiva, como forma de prevenir una aceleración de la inflación;<sup>13</sup> limitar la devaluación del tipo de cambio, de modo de evitar la inflación de costos; atraer capital externo para financiar la balanza de pagos; inducir a los inversores internos a comprar títulos para financiar el déficit público; reducir el déficit comercial a través del control de la demanda interna.<sup>14</sup> Las altas tasas de interés tienen dos impactos básicos sobre la economía brasileña: 1) limitan el crecimiento económico, dado que encarecen el crédito (tasa de interés para créditos) y, principalmente, afectan de forma negativa las expectativas de crecimiento de las empresas; y 2) aumentan la deuda pública, compuesta en su mayor parte por títulos indexados a tasa *overnight* y al tipo de cambio.

**GRÁFICO 1**  
Tasa Selic (% a.a.) - 1996/2002



Fuente: Banco Central de Brasil

De hecho, previo a las modificaciones al régimen cambiario, todo movimiento más fuerte de salida de capitales de corto plazo en función del cambio en las expectativas de los agentes financieros internacionales se reflejaba en una pérdida de reservas por parte del Banco Central del Brasil (BCB), amenazando el mantenimiento del sistema de cambio semi-fijo. Para impedir el colapso de la política cambiaria, el BCB se veía obligado a incrementar la tasa de interés doméstica como forma de inducir una reversión del movimiento de salida de capitales. Luego de las medidas introducidas en enero de 1999, las salidas de capitales de corto plazo, inducidas por cambios en las expectativas de los agentes internacionales, ya no solamente se traducían en la pérdida de reservas internacionales, sino que también repercutían sobre el propio tipo de cambio. Más específicamente, los movimientos de salida de capitales de corto plazo inducían (e inducen) una importante devaluación del tipo de cambio nominal, la cual se trasladaba a los precios internos debido al efecto *pass-through*, poniendo en peligro la estabilidad de la tasa de inflación. De esa forma, el BCB se vio obligado a elevar la tasa de interés para revertir el flujo de salida de capitales e impedir así el aumento de la inflación como consecuencia de la devaluación, lo que acabó por afectar –como hemos visto anteriormente– tanto el crecimiento económico como el volumen de la deuda pública.

En rigor, el gobierno brasileño ha adoptado un *régimen de fluctuación cambiaria administrado*, ya que las evidencias estadísticas corroboran de alguna manera que el BCB reacciona con un incremento en la tasa de interés (o simplemente dejando de reducirla) cada vez que el tipo de cambio muestra movimientos que preanuncian un aumento en su volatilidad o que se corresponden con una tendencia alcista en el tipo de cambio nominal (Sicsú, 2002). De este modo, el BCB actúa frecuentemente teniendo como blanco implícito el tipo de cambio nominal. Por lo tanto, “la tasa de interés de corto plazo es el principal instrumento de la política monetaria utilizada para promover la administración cambiaria. (...) [La] tasa de interés es reducida (incrementada) cuando la volatilidad y la tendencia del tipo de cambio nominal son favorables (desfavorables). Con todo, como el aumento en la volatilidad cambiaria (que en el caso brasileño, corresponde a movimientos agudos de devaluación del tipo de cambio) fue frecuente, la autonomía de la política monetaria para fijar (reducir) la tasa de interés se ha visto comprometida” (Sicsú, 2002, p.134). En consecuencia, el margen del que dispone el BCB para manipular la tasa de interés se encuentra bastante limitado.

## IV. Una estrategia alternativa

### A. Una estrategia de crecimiento con estabilidad

Una estrategia alternativa para el crecimiento sostenido y financieramente estable de la economía brasileña pasa principalmente por un esfuerzo sistemático y planificado de disminuir la vulnerabilidad externa y de dependencia de los capitales extranjeros. Una estrategia de crecimiento con estabilidad para la economía brasileña que pretenda establecer una alternativa que permita un crecimiento económico sustentable debe procurar compatibilizar el equilibrio interno con el equilibrio externo, de modo de superar una conducta tipo *stop-and-go* y la tendencia al semi-estancamiento que ha caracterizado la economía brasileña en los últimos años.

Por *equilibrio internose* entiende una situación en la que la inflación se encuentra controlada sin necesidad de adoptar medidas destinadas a contraer la demanda agregada, además de darse las condiciones para un gerenciamiento de la deuda pública, entendido como fundamental para que el

Gobierno pueda volver a adoptar políticas fiscales contracíclicas. En cuanto al primer aspecto, es necesario adoptar una política pragmática de lucha contra la inflación, considerando que la inflación brasileña en la era post-real es predominantemente una inflación de costos. En cuanto al segundo aspecto, es necesario un cambio en la combinación *superávit primario/ tasa real de interés/crecimiento económico* para estabilizar la deuda pública medida en términos del PBI. En efecto, tal como se verá en la tercera sección, la obtención de un superávit primario del orden del 3,0% del PBI en conjunción con una tasa de interés real del 7,0% anual y un crecimiento real PBI del 4,5%, es suficiente para reducir la deuda pública como proporción del PBI en los próximos diez años de manera sustentable. Al mismo tiempo, esta estrategia devuelve al Gobierno la capacidad de realizar una política fiscal activa.

Por *equilibrio externo* se entiende una situación en la que el déficit en cuenta corriente se mantiene en niveles relativamente bajos (inferior al 2,0% del PBI) y financiado predominantemente con capitales de largo plazo. La reducción del déficit en cuenta corriente requiere un superávit significativo en la balanza comercial, que puede estimarse entre los US\$ 10 a 15 mil millones anuales, lo que sólo es posible si se mantiene un tipo de cambio subvaluado, esto es, orientado siempre que sea posible al ajuste de la cuenta corriente y a disminuir la dependencia de los capitales externos (Batista Jr., 2002, p. 179). Por lo tanto, en el presente artículo se defiende la adopción de un sistema de devaluaciones periódicas administradas –*crawling peg*–, en el cual las autoridades monetarias fijan la tasa de devaluación del cambio nominal de manera tal de mantener el cambio real relativamente estable en el tiempo.

Otro aspecto fundamental sería evitar una afluencia significativa de capitales, en particular de capitales volátiles de corto plazo, que podría partir de una coyuntura de crecimiento económico y de una mayor estabilidad en el escenario internacional. De ahí la importancia que tiene adoptar controles de capitales de naturaleza preventiva, para atenuar la afluencia de capital, procurando, al mismo tiempo, atraer capitales de más largo plazo.<sup>15</sup> El control de capitales puede ser utilizado, además, como uno de los instrumentos que hacen viables políticas económicas que procuran compatibilizar el equilibrio interno con el equilibrio externo: “en esencia, los controles de capital son utilizados en un intento por reconciliar el uso de tasas de interés y tipos de cambio en el *logro simultáneo de objetivos, inconsistentes al*

*menos parcialmente, que hacen al equilibrio interno y externo*” (Johnston e Tamirisa, 1998, p.13-4; las itálicas son mías).

Por lo tanto, de alcanzarse simultáneamente el equilibrio interno y externo, se abre un espacio para la adopción de un *mix* de políticas económicas expansionistas, a través de la reducción de la tasa de interés nominal (y real) y de una política fiscal más expansionista, entendida, por el momento, como una pequeña disminución del superávit primario. Por lo tanto, se trata de modificar el rumbo de la política macroeconómica tal cual fuera establecida en la era FHC –basada actualmente en el trípode cambio fluctuante/metas inflacionarias/superávit público primario– para superar la situación de inflación con estancamiento que ha contaminado la economía brasileña. A continuación detallamos la propuesta en materia de política económica aquí sostenida.

## B. Un detalle de la política económica

Desde la perspectiva (pos)keynesiana aquí adoptada, la política económica debe estar diseñada de modo tal que permita reducir las incertidumbres inherentes a los negocios en una economía empresarial. Debe, además, procurar incrementar la inversión privada global, crear un ambiente económico más seguro que estimule acciones de mayor riesgo pero que tengan adecuados niveles de rentabilidad y generen empleo, en lugar de acumular activos líquidos. En otras palabras, la buena política es aquella que induce a los agentes a invertir en activos de capital. El Gobierno debe dar claras señales acerca de la política que adoptará, dado que, debido a la incertidumbre, la política necesita crear un clima económico lo más estable posible. Las medidas adoptadas en el marco de las políticas macroeconómicas deben ser complementarias a las decisiones privadas, y no competir con la iniciativa privada ni sustituirla. En palabras de Carvalho (1999, p.269): “La política macroeconómica ideal (...) infla la demanda agregada, expandiendo la economía como un balón, y dejando a criterio de los agentes privados las decisiones acerca de cómo serán empleados los recursos disponibles”.

Las implicancias de la política de esta concepción son, sucintamente, las siguientes. La *política fiscal* se constituye en una poderosa palanca para estimular la demanda agregada, pudiendo impulsar la economía en dirección al pleno empleo, dado que actúa directamente sobre la renta privada, del mismo modo que puede impactar positivamente en las expectativas de

los agentes. Tomando como punto de partida la distinción hecha por Keynes entre *presupuesto ordinario* (gasto corriente) y *presupuesto de capital*, se recomienda que el primero debe estar (a no ser en condiciones excepcionales) siempre equilibrado, en tanto que el segundo puede estar transitoriamente en desequilibrio, debiendo ser ajustado en función de las fluctuaciones del nivel de la demanda (Kregel, 1994-95). Debe, por lo tanto, operar en forma contracíclica, previniendo grandes fluctuaciones en el nivel de las inversiones con un programa de estabilización de largo plazo. En cuanto a la *política monetaria*, ésta actúa sobre los portafolios de los agentes y, al inducir al cambio de iliquidez por liquidez, es decir, cambiar rendimientos de interés por lucros compensadores, puede tener efectos permanentes sobre las variables reales de la economía (producto y empleo). La política monetaria debe generar, además, un efecto estabilizador a través de una tasa de interés que se mantenga en niveles bajos y a la vez estables a largo plazo, a fin de estimular la inversión productiva y evitar grandes oscilaciones que impacten negativamente sobre las expectativas empresarias. En lo atinente a la *política cambiaria*, tal como se viera en la primera sección, se sugiere la adopción selectiva de controles de capital, de naturaleza preventiva, para atenuar los efectos desestabilizadores de los flujos de capital, debiendo ser utilizada al mismo tiempo como uno de los instrumentos que hagan viables políticas económicas más autónomas. Por fin, se sostiene que para alcanzar los múltiples objetivos de la política económica de crecimiento del producto bruto y estabilización de precios, es necesario proceder a una mayor coordinación de las políticas (fiscal, monetaria y cambiaria); o sea, que debe evaluarse el impacto que provoca la adopción de las políticas (o alteraciones en su comportamiento) sobre el conjunto de los objetivos que se persiguen con la política macroeconómica.<sup>16</sup>

Seguidamente, procuraremos detallar una propuesta de política económica para Brasil –basada en la concepción teórica desarrollada– que tenga por finalidad conciliar el equilibrio externo con el equilibrio interno, con vistas a crear condiciones que impulsen un crecimiento sostenido de la economía.

#### Equilibrio externo

El principal objetivo de una política –y de ésta en particular– debe ser la obtención de un equilibrio en la balanza de pagos en los términos definidos en la sección IV. A., que permita garantizar su sustentabilidad en el

largo plazo y que, al mismo tiempo, sostenga una cierta estabilidad en el mercado cambiario. El uso del sector externo como soporte de una estrategia de crecimiento debe ser limitado, dado que las evidencias más recientes de los países emergentes muestran que en el largo plazo no hay una correlación clara entre el sector externo y el aumento en la tasa de inversión, ya que la mayor parte del sector externo es canalizada hacia el consumo, sin que se produzca un aumento en la capacidad productiva de los sectores de bienes *transables*. Como resultado, los países emergentes pasan a enfrentar una restricción externa al crecimiento, como atestigua el aumento en la relación exportaciones/deuda externa y deuda externa/PBI,<sup>17</sup> lo que redundará en un ambiente de inestabilidad macroeconómica derivada de la fragilidad financiera del sector externo. Por lo tanto, en el largo plazo, los saldos en cuenta corriente deben estar en equilibrio, dado que un país no puede endeudarse indefinidamente ante la restricción que significa la insolvencia (Bresser Pereira e Nakano, 2002b).

A fin de conjugar los objetivos de disminuir la vulnerabilidad externa del país y a la vez obtener una mayor estabilidad en el mercado cambiario creando condiciones para conciliar el equilibrio externo con el equilibrio interno, se sugiere la adopción de las siguientes medidas de política económica:

- a. *Institución de controles selectivos de capitales*,<sup>18</sup> que deben ser adoptados preventivamente, a fin de evitar los problemas de gerenciamiento macroeconómico en períodos de creciente afluencia de capitales extranjeros: apreciación excesiva del tipo de cambio, neutralización de los recursos externos, deterioro en el saldo de cuenta corriente, necesidad de adoptar una política de tasas de interés reales positivas para atraer capitales externos, aumento del costo financiero de la deuda pública, etc. La adopción de controles de capital debe ser vista como un instrumento que permita la viabilidad de políticas económicas más autónomas y la creación de un ambiente macroeconómico más estable que favorezca el retorno de inversiones productivas al Brasil. En particular, podrá contribuir a 1) reducir la vulnerabilidad externa de la economía brasileña a través del control tendiente a prevenir un ingreso excesivo de capitales foráneos, medido en términos normales de afluencia de capital, como forma de evitar una sobrevaluación excesiva de la moneda nacional que puede hacer inviable el equilibrio externo de la economía; 2) seleccionar los flujos

de capital que desean absorberse, de modo de disminuir la participación de capitales especulativos en la composición total de los capitales externos en Brasil, limitándolos a volúmenes administrables, para impedir así que la fluctuación cambiaria quede sujeta a entradas y salidas voluminosas de capitales, provocadas como consecuencia de un cambio en el humor de los mercados financieros nacional e internacional; 3) aislar en algún grado la economía del contexto internacional circundante, permitiendo que la tasa de interés pueda permanecer en niveles más bajos que los que impone el *coupon* cambiario, pudiendo de esta manera situarse en niveles que estimulen un mayor gasto de los agentes –en particular, de financiamiento de capital de giro de las empresas y créditos de particulares– y al mismo tiempo tornen sustentable la administración de la deuda pública.<sup>19</sup> Algunas medidas posibles de adoptar –sin vulnerar compromisos internacionales del país– podrían incluir:

- Instituir una reserva compulsiva no remunerada (de 10 a 30%) sobre todos los recursos externos entrantes para ser depositada en el Banco Central por un período de un año.
  - Cerrar las brechas en la legislación vigente que facilitan la evasión de capitales de residentes, además de obligar el registro en el Banco Central de todas las operaciones que involucran la cuenta CC5.
  - Establecer límites o la necesidad de contar con autorizaciones especiales para créditos nuevos o ya existentes tomados a residentes en el exterior; una de las alternativas podría ser establecer que los títulos emitidos por empresas brasileñas en los mercados internacionales deban tener un plazo mínimo de 3 a 5 años, además de la obligatoriedad de tener una clasificación de riesgo no menor de BB.
- b. *Modificación de un régimen de libre flotación cambiaria por un sistema de crawling peg activo*, que contribuiría tanto a mantener la inflación bajo control como a garantizar la obtención de un considerable superávit en la balanza comercial. El Banco Central podría establecer como parámetro de actuación que el cambio real deba mantenerse estable mediante una devaluación controlada del tipo de cambio nominal, a un ritmo igual a la diferencia entre la meta

fijada para la inflación doméstica y la tasa de inflación internacional, siendo ambas estimadas por el Gobierno. De este modo, habría una sustitución del sistema de cambio flexible por un sistema de *crawling peg* activo esencialmente *forward-looking*.<sup>20</sup> En otras palabras, el cambio sería en teoría fluctuante, pero con frecuentes intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, tanto para evitar una mayor volatilidad del tipo de cambio nominal como para intervenir en la fijación de un tipo de cambio real más compatible con el equilibrio de las cuentas externas. Cabe destacar que un sistema de esta naturaleza sólo podrá ser instituido en la medida en que se vea acompañado por la adopción de controles de capital. Por lo tanto, el movimiento de divisas en función de los controles de capital introducidos, pasa a ser determinado principalmente por los flujos de comercio y servicios, más las inversiones directas, lo que facilitaría la administración del tipo de cambio por parte del Banco Central.

- c. Considerando que las excesivas devaluaciones cambiarias podrían disparar presiones inflacionarias en la economía, las mismas deberían ser complementadas con políticas industriales activas diseñadas para estimular las exportaciones y la sustitución de importaciones de insumos que tengan peso en la composición de las importaciones del país,<sup>21</sup> de modo que puedan reducirse los efectos del cambio sobre el nivel de precios domésticos. Tales políticas son particularmente importantes en función de la necesidad de realizar un cambio estructural en la base productiva del país con vistas a alterar el perfil de las exportaciones brasileñas en dirección a productos de mayor elasticidad-renta.<sup>22</sup> A la vez, la sustitución de importaciones se torna necesaria debido a la elevada elasticidad-renta de las importaciones del país, lo que hace que estas crezcan significativamente en períodos de crecimiento económico continuado.<sup>23</sup>

Equilibrio interno: la sustentabilidad de la deuda pública<sup>24</sup>

El punto de partida para la cuestión de la sustentabilidad de la deuda pública es que la necesaria reducción de la relación deuda pública/ PBI no es un fin en sí mismo, y, por el contrario, debe ser vista en el contexto de la

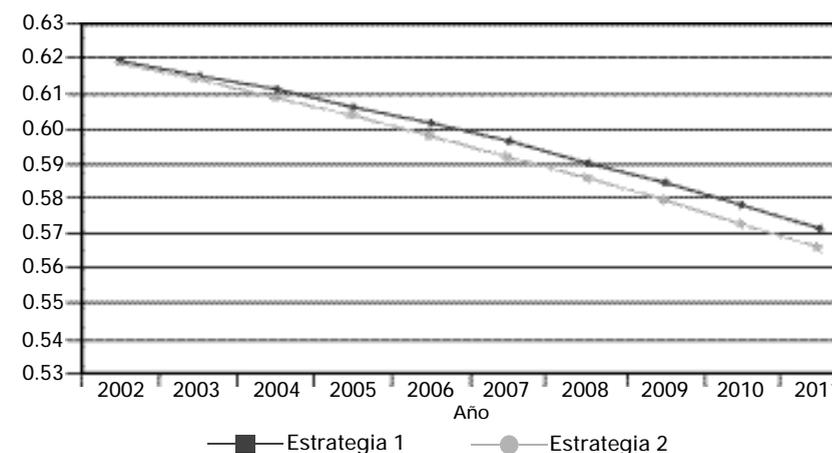
recuperación del Gobierno de su capacidad de llevar adelante políticas de gastos fiscales contracíclicos que contribuyan a crear una situación de pleno empleo en la economía que, por lo tanto, debe ser la meta final de la política. Se agrega que la sustentabilidad de la deuda pública puede ser alcanzada con un superávit primario inferior al 4,25%, siempre que se vea acompañada por un crecimiento económico mayor, pero que no redunde en un descontrol inflacionario.

Suponiendo un endeudamiento inicial del 61,9% del PBI, valor alcanzado en julio de 2002, y manteniendo el cambio real, la deuda pública tendría una trayectoria ascendente, ubicándose para el año 2011 en el 65,2% del PBI, tomando como base premisas iniciales de una simulación realizada por el Banco Central en 2002 (Goldfajn, 2002): tasa de inflación media del 3,5% anual, tasa real de interés del 9,0% anual, tasa de crecimiento del PBI del 3,5% anual, y superávit primario manteniéndose en el 3,75% del PBI. En este contexto, para reducir el endeudamiento del sector público sería necesario generar un superávit primario de cerca del 4,5% del PBI, que permitiría la reducción de la deuda pública al 56,5% del PBI para el año 2011.<sup>25</sup>

Dicho esto, existen dos cuestiones que son fundamentales para analizar la evolución futura del endeudamiento del sector público. En primer lugar, debemos preguntarnos si un superávit primario superior al 4,0% del PBI es políticamente sustentable a largo plazo, o sea, si la sociedad brasileña está dispuesta, o no, a transferir al sector público semejante proporción de la renta nacional. Damos por sentado que no lo está. En efecto: la carga tributaria brasileña, situada en el 35% del PBI, es relativamente elevada cuando se la compara con la prevaleciente en países que poseen un nivel de renta *per cápita* semejante al de Brasil. Paralelamente, no hay mucho margen para la reducción del gasto público: los cargos en la administración federal están prácticamente congelados, la disponibilidad de recursos para solventar el gasto de inversiones está bastante restringida; hay patentes deficiencias en la infraestructura básica de la economía brasileña.

Una segunda cuestión importante es saber si no existen estrategias alternativas de reducción del endeudamiento público que, respetando los contratos y la estabilidad de precios, sean capaces de reducir la relación deuda /PBI sin exigir un superávit primario tan grande. En otras palabras: ¿no sería posible reducir el endeudamiento del sector público a través de un cambio en la economía política de manera tal de obtener una reducción en la tasa de interés real y una aceleración del crecimiento económico?

**GRÁFICO 2**  
**Evolución de la relación deuda PBI según diferentes estrategias de política económica**



Fuente: Oreiro e Paula (2003).

A continuación efectuamos una proyección para la reducción del endeudamiento público basada en cuatro pilares: 1) reducción del superávit primario (en promedio) hasta niveles en torno al 3,0% del PBI válido para los próximos 10 años; 2) una “constricción” de la meta inflacionaria hasta (en promedio) un 9,5% anual para 2011; 3) reducción de la tasa de interés nominal hasta niveles compatibles con la obtención de una tasa de interés real del 6,0% anual; 4) devaluación del tipo de cambio nominal a un ritmo compatible con la estabilidad del tipo de cambio real.

Los puntos 1) y 3) tienen como fundamento la constatación de que, debido a la insuficiencia de la demanda agregada, la economía brasileña está creciendo a un ritmo muy inferior al potencial, lo cual resulta de una combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas. Esa insuficiencia de la demanda agregada se refleja en un bajo grado de utilización de la capacidad productiva, inferior al 81%, tal como podemos visualizar en el Gráfico 3. Dado que el producto efectivo está muy por debajo del potencial, se desprende que una fuerte reducción de la tasa de interés nominal sería, en principio, compatible con el mantenimiento de la tasa de inflación en los niveles actuales y, de esa forma, con una reducción de la tasa de interés real. Eso, a la vez, sería un gran estímulo para el aumento de la

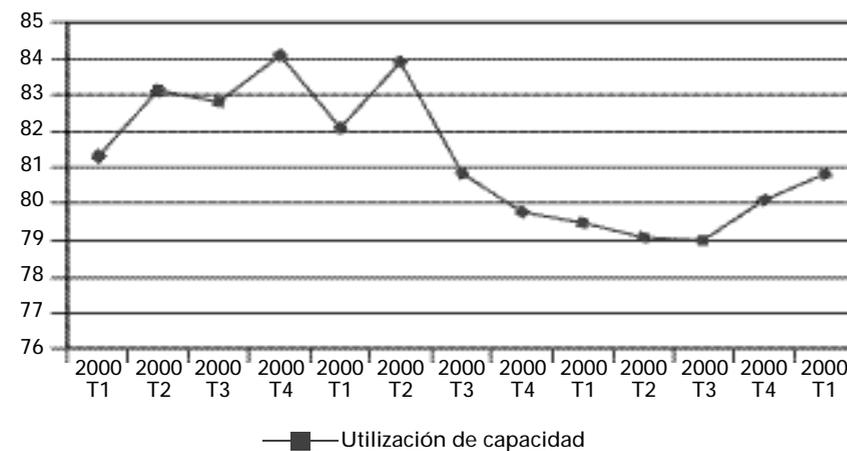
demanda agregada, pudiendo contribuir a que la economía comience a crecer a una tasa próxima a la potencial, estimada en un 4,5% por año. Adicionalmente, habría un fuerte estímulo fiscal para el crecimiento derivado de la reducción del superávit primario de 4,5% a 3,0% del PBI.

De este modo, existen dos estrategias posibles para reducir el endeudamiento público a largo plazo. La estrategia I, ya enunciada, consistiría en mantener el superávit primario alrededor del 4,5% del PBI y la tasa de interés real en un nivel cercano al 9,0% anual, lo que –en una estimación optimista– se plasmaría en un crecimiento del 3,5% anual del PBI, ubicándose por debajo del potencial de la economía brasileña. La estrategia II se basaría en admitir que el producto efectivo del país se ubica actualmente en niveles inferiores al crecimiento potencial y que, por lo tanto, es posible reducir significativamente la tasa de interés nominal, manteniendo a la vez la inflación bajo control. En esta estrategia, el superávit primario se mantiene, pero es reducido a un nivel de 3,0% del PBI. Tal como muestra el gráfico, la deuda pública con respecto al PBI se reduce en el escenario básico de ambas estrategias a un nivel cercano al 56% hasta 2011. La ventaja de la estrategia II radica en que es compatible con un cierto “aflojamiento” de la restricción fiscal y, consecuentemente, con un crecimiento mayor de la economía brasileña.

#### Equilibrio interno: control de la inflación

Como se aprecia en el Gráfico 3, el grado de utilización de la capacidad productiva ha ingresado en una etapa de meseta, ubicándose en un nivel relativamente bajo, con algunos sectores en los que el grado de utilización es elevado: industria del papel y gráfica, industria del caucho, siderurgia y metalurgia no ferrosa (IEDI, 2003). Cabe destacar que en varios de estos sectores la exportación es una fuente importante de la demanda. De todos modos, es necesario definir una política de inversión y financiamiento para estos sectores, a fin de anticipar futuros problemas que podrían ser ocasionados por la reactivación económica.

**GRÁFICO 3**  
**Datos trimestrales del grado de utilización de la capacidad productiva de la industria brasileña**



Fuente: Oreiro e Paula (2003), basado en datos del IPEA-DATA

Cabe destacar que así como cualquier inflación que se produce en una economía que se ubica de este lado del pleno empleo es una inflación de costos, la reciente inflación brasileña (2002/03) fue una inflación *eminente* de costos, causada principalmente por el efecto de la importante devaluación del tipo de cambio nominal ocurrida en el segundo semestre de 2002, la cual se trasladó a los precios domésticos por intermedio del llamado efecto *pass-through*, sumado a las reacomodaciones relacionadas con los aumentos en el precio del petróleo, proceso que acabó siendo propagado por los mecanismos de indexación de los precios administrados (energía eléctrica, telefonía, etc.). En otras palabras, Brasil tuvo una combinación de inflación importada con una inflación de precios administrados. En estas condiciones, la utilización de una política de aumento de las tasas de interés ha provocado un enfriamiento general de la economía que alcanzó a *todos* los sectores, y que redundó en altas tasas de desempleo y bajas tasas de inversión. A ello se agrega que como la relación crédito/PBI en Brasil es baja –en los últimos años se ha situado en alrededor del 25%–,<sup>26</sup> la influencia de la tasa de interés sobre los gastos de los agentes es relativamente baja en el país, lo que disminuyó el efecto de la política de interés.

En este contexto, defendemos la adopción de una política anti-inflacionaria pragmática en la que se busque utilizar un instrumento diferente para cada causa inflacionaria, de modo de evitar los efectos nocivos y frecuentemente exagerados de una política de altas tasas de interés. Es decir, que debe atacarse la causa del problema, y no intentar sofocar la aparición de síntomas como el aumento de los precios. En el caso brasileño debe procurarse una revisión de los contratos relativos a los precios administrados, de modo de disminuir la propagación de los *shocks* inflacionarios. Es conveniente, además y siempre que sea posible, implementar políticas preventivas que inhiban las acciones individuales que puedan ocasionar inflación, por ejemplo: “Un programa de clasificación y entrenamiento de los trabajadores asociado con políticas de desarrollo tecnológico (con el propósito de aumentar la productividad), una administración tributaria no inflacionaria, una política industrial de incentivo a las exportaciones y de sustitución de importaciones, y la constitución de instituciones dedicadas a administrar *stocks* reguladores de precios y la prohibición legal de indexar contratos de precios, son instrumentos que permiten eliminar las causas más frecuentes de la inflación” (Sicsú, 2003, p.134-5).

#### El *mix* de políticas expansionistas

Asumiendo que el crecimiento del producto bruto y del empleo depende en buena medida de la demanda efectiva de la economía, resulta necesario implementar un *mix* de políticas macroeconómicas, ya que proporcionaría mayores grados de libertad para la política monetaria, abriendo un espacio para fijar una tasa de interés real más compatible con un crecimiento sostenido de la economía, junto con una política fiscal algo más flexible. Por otro lado, la política fiscal disminuiría su grado de subordinación a la política monetaria, lo que le permitiría actuar de manera más efectiva y permanente como política contracíclica. En este sentido, es bienvenida la discusión iniciada por el Gobierno acerca de la adopción de políticas fiscales contracíclicas. La propuesta del gobierno de Lula que está siendo transmitida por la prensa es permitir que en los momentos en los que el nivel de actividad económica se debilita, lo que normalmente va acompañado de una baja en la recaudación de impuestos y un aumento en las demandas sociales, el Gobierno disminuya el superávit primario e incremente ligeramente el gasto para suavizar el ciclo económico. Ese mayor gasto sería compensado en la etapa siguiente,

cuando la economía volviera a crecer, con un superávit mayor, de modo de permitir que en el largo plazo el presupuesto público tendiese al equilibrio.<sup>27</sup> Cabe señalar, sin embargo, que en el contexto actual de la política económica –que establece en principio como meta de medio/largo plazo un superávit primario de 4,25% anual– el margen de maniobra para la adopción de una política de esta naturaleza resulta bastante reducido.

## V. Conclusión

La presente contribución procuró presentar una alternativa de política económica de largo plazo de naturaleza keynesiana, que busca generar condiciones para que la economía brasileña supere el sesgo inflacionario e inestable que la ha caracterizado en los últimos años, para alcanzar un crecimiento sustentable y más estable para el país. Para que una estrategia de esta naturaleza pueda ser exitosa, debe procurar compatibilizar el equilibrio interno (deuda pública sustentable, inflación bajo control) con un equilibrio externo (mantener el déficit en cuenta corriente en niveles bajos y financiados predominantemente con capitales de largo plazo). Los pilares de la estrategia económica aquí esbozada fueron: adopción de controles selectivos de capitales, fijación de un sistema cambiario de *crawling peg* activo, una política industrial activa, la sustentabilidad de la deuda pública con un crecimiento económico mayor e intereses bajos y una política anti-inflacionaria no monetaria.

Entendemos que los obstáculos de la política económica se dan en los términos del intercambio (*trade-offs*). En efecto: la estrategia adoptada por el actual gobierno –de mantener el sistema de metas inflacionarias (que impone la utilización de tasas de interés como instrumento básico de combatir la inflación) y de un régimen de tipo de cambio fluctuante con cuenta de capital abierta (en realidad un sistema de flotación “sucia”) en un contexto de elevada deuda interna y externa–, no está exenta de costos y riesgos. En este contexto, se hace necesario iniciar un debate acerca de alternativas de política económica para Brasil. Este artículo es un intento de contribuir a ese debate.

## Notas

1. Para mayor profundización, ver Arestis y Sawyer (1998) y Carvalho (1999).
2. Para un análisis de estas alternativas, ver, entre otros, Tobin (2000). Ver, también, para un análisis sobre regímenes de cambio y política económica, Carvalho et al. (2000, caps. XXI y XXII).
3. Sin duda, la profundización de la crisis económicas en Corea en 1998 (Kregel, 1998) y en Argentina en 2001/2 (Fanelli, 2002) resultaron en buena medida del efecto de la devaluación del tipo de cambio sobre el pasivo denominado en moneda extranjera de las empresas.
4. Los controles de capital son usados para diferentes propósitos, entre los que se destacan: 1) mantener la estabilidad del tipo de cambio, reduciendo las presiones sobre el mismo; 2) discriminación entre flujos de capital deseables e indeseables; 3) permitir la implementación de políticas monetarias domésticas autónomas (en este caso, si los controles son eficaces, los flujos de capital se tornan menos sensibles a las tasas de interés, lo que permite que las autoridades encaren objetivos económicos domésticos); 4) preservar la estabilidad monetaria y financiera en vista de flujos persistentes de capital (incluso para detener la salida de capitales en un contexto de crisis de la balanza de pagos). Para un análisis y evaluación de los objetivos que persigue un control de los movimientos de capital, ver Cardoso y Goldfajn (1998, Parte I) y Ariyoshi et al. (2000).
5. Entre los problemas relacionados con la libre circulación de los capitales, se destacan: 1) el hecho de que la transición de una cuenta de capital cerrada hacia otra abierta tiende a generar una masiva afluencia de capital con impacto desestabilizador sobre el tipo de cambio, que incluso puede derivar en una excesiva apreciación de la moneda nacional, ocasionando desequilibrios en la balanza de pagos; 2) la pérdida de autonomía monetaria del banco central, debilitando su capacidad de controlar la demanda doméstica en función de una excesiva afluencia de capital que puede incluso acarrear problemas relacionados con la neutralización de los recursos entrantes; 3) los procesos especulativos hacen que los flujos de capital reaccionen ante señales de corto plazo, generando oscilaciones profundas y bruscas en los flujos de capital de corto plazo que pueden ser perjudiciales para países emergentes; 4) las economías emergentes están sujetas a problemas de "profecías autocumplidas" que pueden producir fugas masivas de capital (Massad, 1998).
6. Por ejemplo, Chile estableció en la década de 1990 que los títulos emitidos por las empresas locales en los mercados internacionales debían tener un vencimiento medio mínimo de cuatro años, además de la obligatoriedad de tener una clasificación de riesgo no menor de BB.
7. Los datos mencionados en esta sección fueron obtenidos fundamentalmente en el *site* del Banco Central del Brasil ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

8. El déficit en cuenta corriente se situó entre 4,1% y 4,8% del PBI en el período 1998/2001, cayendo a 1,9% en el período enero/octubre de 2002 (comp. Boletín del Banco Central, diciembre de 2002). Debe destacarse que la reducción recientemente verificada en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos deriva en buena medida de un contexto en cierta forma atípico, caracterizado por la combinación de una desaceleración de la economía con una devaluación excesiva de la moneda nacional. En contrapartida, se observó una fuerte presión inflacionaria en la segunda mitad de 2002.
9. Comp. datos de la Coyuntura Económica de julio de 2002.
10. Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés básicas o la emisión de títulos indexados al cambio pueden ser eficaces para contener presiones sobre el tipo de cambio, pero incrementan la carga de intereses del gobierno.
11. Esta cuestión es tratada en Ferrari-Filho e Paula (2003).
12. La tasa potencial de crecimiento –también conocida como tasa natural de crecimiento– es igual a la suma entre la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo y la tasa de crecimiento de la productividad. En Brasil, la fuerza de trabajo crece actualmente a razón de una tasa superior al 2% anual, en tanto que las estimaciones respecto de la tasa de crecimiento de la productividad laboral varían entre que 2 y 3% anual.
13. Como se sabe, la adopción de metas inflacionarias significa que la tasa de interés de corto plazo es la variable operacional que debe ser utilizada para que pueda ajustarse la inflación futura a la meta fijada previamente. De este modo, la tasa de interés deberá subir cada vez que exista el peligro de una tasa de inflación superior a la estimada, siguiendo la conocida regla de Taylor. El punto sobre el que se desea llamar la atención es que dada la herencia del Plan Real, cualquier incremento en la tasa de interés tiene un impacto sobre la deuda pública e incluso sobre el riesgo-país, conforme señala la hipótesis de prima de riesgo endógeno (Cf. Bresser Pereira e Nakano, 2002a; Toledo, 2002; Oreiro, 2002).
14. Comp. Bresser-Pereira e Nakano (2002a). Los autores agregan que "dadas esas múltiples funciones, una o más de ellas estarán apuntando en sentido de una alta tasa de interés" (p. 162). Los autores llaman la atención sobre el hecho de que los objetivos que se persiguen con la tasa de interés no sólo son múltiples, sino también contradictorios, por ejemplo, cuando el Banco Central aumenta la tasa de interés para atraer capital externo, puede ayudar a cerrar la balanza de pagos, pero simultáneamente estará rebalanceando el tipo de cambio, lo que determinará un déficit comercial y, en un plazo mayor, llevará al desequilibrio de la propia balanza de pagos (Idem, p. 163).
15. Para una mayor profundización del tema, ver Carvalho e Sicsú (2002) e Paula (2002). Para un balance de las experiencias recientes en la adopción de diferentes modalidades de controles de capitales en el mundo, ver Ariyoshi et al. (2000).

16. En este sentido, señala Cavalcante (2003: 81): "Si la política monetaria define los tipos de interés, éstos deben ser compatibles con el nivel de inversiones proyectadas y estimadas por el Gobierno, de lo contrario estas inversiones no serán concretadas. Similarmente, la elaboración de planes de inversión debe considerar márgenes de maniobra para permitir el desarrollo de una política monetaria suficientemente flexible. Si los gastos generan una presión sobre la oferta monetaria deben ser concebidos también como una forma de garantizar el nivel de liquidez adecuado y no sólo como forma de sustituir la inversión privada".
17. Bresser Pereira y Nakano (2002b) señalan que "investigaciones empíricas recientes indican la existencia de un límite más allá del cual la deuda se torna negativa. El Banco Mundial sitúa este límite en el 220% de las exportaciones y el 80% del PBI, porque la mayor parte de los episodios de crisis de la deuda y de renegociación de la misma se produjeron dentro de estos límites. Cohen encontró números más bajos: cuando la relación deuda/exportaciones alcanza el 200% y la relación deuda/PBI, 50%, la probabilidad de un reescalamiento aumenta y el efecto sobre el crecimiento se torna significativamente negativo" (p. 11).
18. Los controles de capitales pueden ser clasificados en: 1) *controles sobre la entrada* de capitales externos, justificados por la función preventiva, procurando evitar un ingreso excesivo de capitales durante los períodos de *boom* (y, consecuentemente, evitando una apreciación real excesiva del tipo de cambio); y 2) *control sobre la salida* de capitales externos, que se justifica como imposición de restricciones a la salida de capitales que permitan quebrar la dependencia de las tasas de interés domésticas de las tasas internacionales y también como forma de reducir la velocidad de la salida de capitales cuando un país se enfrenta con la posibilidad de una retirada repentina de capitales en momentos de mayor incertidumbre. Además, los controles pueden ser clasificados en: 1) *controles directos o administrativos*, tales como límites cuantitativos (p. ej., fijación de límites o de autorización especial para créditos nuevos o préstamos ya existentes, tomados en el exterior) o prohibición de ciertas transacciones por la imposición de límites mínimos de vencimiento, que podrían afectar directamente el volumen de las transacciones financieras entre países; y 2) *controles indirectos o basados en precios*, a través de impuestos sobre los flujos entre fronteras, pudiendo ser diferenciados de modo de desalentar ciertos tipos de transacción o plazos, o requerimientos de reservas no-remuneradas (compulsivas) que tornen las transacciones financieras más costosas que otras. Ver Neely (1999).
19. La mejor administración de la deuda pública se daría tanto en función de los efectos directos de la baja en la tasa de interés de corto plazo sobre la deuda pública, ya que buena parte de la misma está indexada a tasa *overnight*, como en función de la disminución de significativos costos fiscales relacionados con el financiamiento de elevados niveles de reservas

- cambiarías en el contexto de un elevado volumen de capitales y de elevado diferencial entre la tasa de interés doméstica *vis-à-vis* las tasas externas, o sea, de los costos de neutralización de los recursos entrantes.
20. Debemos resaltar que estamos proponiendo una sustitución del actual régimen de *flotación sucia* por el sistema de *minidevaluaciones* administradas del tipo de cambio nominal. De acuerdo con lo que se destaca en Carvalho et al. (2001, Cap. 21), el régimen de *crawling-peg* puede ser de dos tipos: activo o pasivo. En el régimen activo, la tasa de devaluación es fijada previamente por el Banco Central, siendo independiente de la inflación pasada. En el régimen pasivo, la tasa de devaluación del tipo de cambio es igual a la inflación en el período anterior *menos* la inflación internacional. Este segundo régimen presenta la desventaja de introducir un mecanismo de *inercia inflacionaria*, en la medida en que arrastra la variación del cambio en el período y de esa forma la variación de los precios internos en ese período, y la variación de los precios en el período anterior. En resumen, estamos proponiendo la sustitución del actual régimen de flotación sucia por un régimen de *crawling-peg* activo.
  21. Una discusión más detallada sobre política industrial excede el marco del presente artículo.
  22. La necesidad de incluir un creciente número de exportaciones de alta elasticidad-renta es explicada en la literatura a partir de lo que se conoció como la "Ley de Thirwall", que establece una relación entre la tasa de crecimiento de los países y el coeficiente entre la elasticidad-renta de las importaciones y exportaciones. La baja elasticidad-renta de los productos de menor valor agregado exportados por países en desarrollo, comparada con la mayor elasticidad-renta de las importaciones provenientes de los países desarrollados genera un déficit de carácter estructural en la balanza de pagos de los primeros, lo que acaba redundando en una restricción del crecimiento económico de los países en desarrollo. De este modo, en una economía abierta, la mayor restricción al crecimiento de la demanda (y por ende al desempeño económico) es, normalmente, su balanza de pagos (ver, entre otros, Thirwall, 2002). Campos y Arienti (2002), al estimar la elasticidad-renta de las exportaciones e importaciones brasileñas en los años 90, mostraron que en términos generales la elasticidad-renta de las importaciones fue mayor que la elasticidad-renta de las exportaciones, lo que equivale a decir que, cada vez que las rentas internas y externas crecen, en la misma proporción se produce un aumento en las importaciones relativamente mayor que en las exportaciones generando un estrangulamiento en la balanza comercial.
  23. Holland y Canuto (2001) estimaron, en el período de 1950-2000, para las diez mayores economías de América Latina, que por cada 1% de crecimiento del PBI, las importaciones crecen entre 2% y 4,5%, indicando una fuerte restricción externa al crecimiento de estas economías.
  24. Esta subsección se basa en Oreiro e Paula (2003).

25. En nuestros cálculos tomamos como base la fórmula  $s^* = [(r - g)/(1+g)]b$ , en la que  $r$  es la tasa de interés real,  $g$  es la tasa de crecimiento del PBI real,  $b$  es el superávit primario medido en términos del PBI.
26. Según datos de un estudio del FMI (2002), en el año 2000 la relación total de crédito/PBI era de 45,3% en los EUA, 84,7% en el Japón y 103,7% en la zona del Euro.
27. Se asume que en caso de que las políticas de gasto tengan adecuado éxito en estimular el gasto agregado de la economía (público y privado), el crecimiento de la renta genera una recaudación tributaria suficiente para financiar una política fiscal contracíclica de inversiones públicas.

### Referencias bibliográficas

- ARESTIS, P. and Sawyer, M., (1998). "Keynesian economic policies for the new millennium", *The Economic Journal*, N°108, págs. 181-195, enero.
- ARIYOSHI, A., K. Habemeier, B. Laurens, I. Tker-Robe, J. Canales-Kriljenko, e A. Kirilenko, (2000). *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*. Washington: IMF.
- BATISTA Jr. P.N., (2002). "Vulnerabilidade externa da economia brasileira", *Estudos Avançados* 16 (45), págs. 173-185.
- BRESSER PEREIRA, L.C., e Y. Nakano, (2002a). "Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade", *Revista de Economia Política*: 22 (3), págs. 146-177, jul./set.
- (2002b). Crescimento econômico com poupança externa?, mimeo.
- CAVALCANTE, A., (2003). *Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*, Dissertação de Mestrado. Brasília: UNB/Departamento de Economia.
- CAMPOS, A.C. e Arestis, P.F.F. (2002). "A importância das elasticidades-renda das importações e das exportações para o crescimento econômico: uma aplicação do Modelo de Thirwall ao caso brasileiro", *Ensaio FEE*: 23(2), págs. 787-804.
- CARDOSO, E. e I. Goldfajn, (1998). "Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls", *IMF Staff Papers* 45 (1), págs. 161-202, marzo.
- CARVALHO, F.C., (1999). "Políticas econômicas para economias monetárias", en Lima, G.T., Sicsú, J. e Paula, L.F. (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- CARVALHO, F. C. e J. Sicsú, (2002). Controvérsias recentes sobre controle de capitais, mimeo.
- CARVALHO, F.C., F.E.P. Souza, J. Sicsú,, L.F. Paula, e R. Studart, (2000). *Economia Monetária e Financeira*, Rio de Janeiro: Editora Campus.
- EICHENGREEN, B., Tobin, J. e Wyplosz, C., (1995). "Two cases for sand in the wheels of international finance", *Economic Journal*, 105(428), págs. 162-72, enero.

- FANELLI, J. M., (2002). "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina", *Revista de la CEPAL*, 77, págs. 25-45, agosto.
- FERRARI-FILHO, F. e Paula, L.F., (2003). "The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy", *Investigación Económica* n. 244, abril/junio (en prensa).
- GOLDFAJN, I., (2002). "Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável?", *Série Documentos*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- IMF-INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002). Bank intermediation and competition in Brazil, manuscrito sin publicar.
- HOLLAND, M. e Canuto, O., (2001). Macroeconomic Interdependence and Exchange Rates in Latin America. Documento presentando en la Conferencia Internacional sobre International Financial Architecture. Rio de Janeiro, 25 a 26 de julio.
- IEDI, (2003). Gargalos da indústria, mimeo. São Paulo: IEDI, fevereiro.
- KREGEL, J., (1994-95). "The viability of economic policy and the priorities of economic policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(2), págs. 261-277, Winter.
- KREGEL, J., (1998). "Yes, 'It' did happen again: a Minsky crisis happened in Asia", *Working Paper* n. 235, Jerome Levy Institute.
- JOHNSTON, R. B. e N.T. Tamirisa, (1998). "Why do countries use capital controls?", *IMF Working Paper* WP/98/181. Washington: IMF, diciembre.
- MASSAD, C., (1998). "The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s", *Essays in International Finance*, 207, pp. 34-46, Princeton.
- NEELY, C. J., (1999). "An introduction to capital controls", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 13-30, nov./dic.
- OREIRO, J.L., (2002). "Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para um pequena economia aberta", *Revista de Economia Política*: 22 (3), págs.: 107-122, jul./set.
- OREIRO, J.L. e Paula, L.F., (2003). Sustentabilidade da dívida pública: uma proposta de longo prazo, a ser publicado no Jornal dos Economistas, CORECON-RJ.
- PAULA, L.F., (2002). Controle de capitais: lições para o Brasil, mimeo. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.
- SICSÚ, J., (2002). "Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil", *Revista de Economia Política*: 22 (3), págs. 132-137, jul./set.
- SICSÚ, J., (2003). "Políticas não-monetária de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana", *Análise Econômica*, 21(39), págs. 115-136.
- TOBIN, J., (2000). "Financial globalisation", *World Development* 28 (6), págs. 1101-1104.
- TOLEDO, J. E., (2002). "Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central", *Revista de Economia Política*: 22 (3), págs. 138-145, jul./set.
- THIRWALL, A.P., (2002). *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham, UK: Edgard Elghtar.

## RESUMEN

Se discute una alternativa de política económica para Brasil que permita superar la actual tendencia al estancamiento, inherente a la política económica adoptada por el gobierno de Fernando Henrique Cardoso. Se presenta una propuesta de política económica de largo plazo de naturaleza keynesiana, cuyo objetivo es generar condiciones para que la economía brasileña supere el sesgo inflacionario e inestable que la ha caracterizado en los últimos años, para alcanzar un crecimiento sustentable y más estable para el país. Para que una estrategia de este tipo pueda tener éxito, deben compatibilizarse el equilibrio interno y el equilibrio externo. Las bases sobre las cuales se asienta la estrategia económica aquí esbozada son: adopción de controles selectivos de capitales, fijación de un sistema cambiario de *crawling peg* activo, una política industrial activa, la sustentabilidad de la deuda pública con un crecimiento económico mayor e intereses bajos y una política antiinflacionaria no monetaria.