

Notas sobre macroeconomía y opciones de política: la Argentina y Brasil comparados

José María Fanelli y Ramiro Albrieu

José María Fanelli y Ramiro Albrieu son investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).

A partir de considerar el complejo panorama internacional que combina términos de intercambio favorables, fluida liquidez y tasas bajas, y alta incertidumbre por la persistencia de desbalances globales y crisis fiscal de los países desarrollados, los autores analizan y evalúan comparativamente la trayectoria macroeconómica y los regímenes de política económica en Brasil y la Argentina.

El artículo presenta indicadores de desempeño macroeconómico de ambos países sobre la base de los cuales discute los vínculos entre las políticas fiscal y monetaria y el manejo de la deuda dentro del régimen de política macroeconómica de cada país.

Se analizan las relaciones de ahorro, inversión y financiamiento en el período de vigencia de esos regímenes con el objetivo de discutir las relaciones de dominancia fiscal/monetaria y sus efectos sobre la sostenibilidad del crecimiento.

I. Introducción

TANTO LA ARGENTINA COMO BRASIL TUVIERON UN CAMBIO DE SIGLO bastante agitado, si se lo juzga desde el punto de vista macroeconómico. Las turbulencias comienzan con la devaluación brasileña de 1999, alcanzan su punto máximo con la crisis argentina de 2001-2 y culminan con el episodio de tensión financiera con que los mercados recibieron la presidencia de Lula en 2003. Afortunadamente, este desalentador comienzo fue un mal predictor de lo que ocurriría posteriormente. En el transcurso de la primera década del siglo la evolución de las variables macroeconómicas clave de la Argentina y Brasil devino más estable y el ritmo de crecimiento mejoró sustancialmente.

Una consecuencia muy positiva del mejoramiento macroeconómico fue el apreciable incremento de los espacios de política. La aceleración del crecimiento se tradujo en una ampliación del espacio fiscal en la medida que mayor crecimiento implica mayor recaudación fiscal. El espacio de autonomía monetaria también se amplió gracias a que estos dos países adoptaron regímenes cambiarios basados en una mayor flexibilidad en el tipo de cambio. Claro que, en un contexto volátil, ganar autonomía monetaria puede ser costoso si ello se traduce en una volatilidad exagerada del tipo de cambio nominal. Justamente, la favorable evolución de la situación externa tuvo un rol positivo en este sentido al hacer posible una fuerte acumulación de reservas. Contar con reservas suficientes aportó grados de libertad para introducir una cuña entre los cambios en las condiciones internacionales y las

nacionales sin hacer descansar todo el peso del ajuste sobre el tipo de cambio. Por supuesto, buscar un justo balance entre volatilidad cambiaria y autonomía monetaria no es sencillo desde el punto de vista técnico. De hecho ha sido una fuente de problemas complejos de decisión en el plano monetario y de intervención en el mercado de cambios en estos años. Pero el punto que queremos resaltar por ahora es que la mera posibilidad de decidir sobre este balance no estaba disponible en el contexto de iliquidez externa de fines de los noventa.

La evidencia más significativa respecto de la ampliación de los espacios de política es el hecho de que tanto la Argentina como Brasil estuvieron en condiciones de implementar políticas anticíclicas para suavizar los efectos del *shock* internacional asociado con la crisis financiera de fines de 2008. Esto marcó una ruptura dramática con lo que había sido la regla en el período posterior a la crisis de la deuda en los ochenta. Durante ese período, ante la ocurrencia de *shocks* comerciales negativos o cambios de humor en los mercados de significación, se disparaban eventos de freno súbito (*sudden stop*) en la entrada de capitales, lo que obligaba a realizar ajustes procíclicos utilizando tanto instrumentos fiscales como monetarios. Un hecho adicional que señala una mayor fortaleza macroeconómica es que los dos países retomaron el crecimiento relativamente rápido y a buen ritmo luego de la crisis internacional de 2008-9. Aunque, obviamente, esta positiva evolución no podría explicarse sin hacer referencia a la favorable trayectoria que mostraron dos variables externas clave para la región: los términos del intercambio y la disponibilidad de liquidez internacional en un contexto de tasas de interés muy bajas en los grandes centros financieros.

Por supuesto, además de las similitudes en lo relativo a la ampliación de los espacios de política y trayectoria macroeconómica, también es posible señalar importantes diferencias tanto en la evolución de las variables macroeconómicas como en las opciones de política que tomaron Brasil y la Argentina en los dos mil. En relación con la política macroeconómica, la diferencia más contrastante se observa, sin dudas, en el régimen de política monetaria, donde los dos países han seguido direcciones francamente divergentes: mientras en Brasil junto con la flexibilidad cambiaria se instauró un régimen de objetivos de inflación, en el caso de la Argentina el régimen no está definido y, de hecho, los cambios no esperados en las reglas de juego han sido más la regla que la excepción. Las políticas relativas a la cuenta capital también han mostrado diferencias importantes, aunque ambos países implementaron medidas orientadas a influir sobre los flujos, sobre todo de corto plazo.

Ante este complejo panorama, no sorprende que exista un interés creciente por evaluar comparativamente la trayectoria macroeconómica y los regímenes de política en ambos países. En particular, hay gran interés por dos cuestiones. La primera es la sostenibilidad del camino de crecimiento seguido en los dos mil en general y desde la crisis *subprime* en particular. La segunda es evaluar opciones de política ante una situación internacional compleja que combina términos del intercambio favorables, fluida liquidez con tasas bajas y alta incertidumbre por la persistencia de los desbalances globales y por la negativa evolución de la deuda pública en los países desarrollados.

La situación internacional es inédita en lo que va de la Segunda Globalización. Por ende, la incertidumbre es una restricción esencial que deben enfrentar los hacedores de política cualquiera sea el país de que se trate. Pero más allá de esto, también es cierto que cada región tiene sus particularidades y la región del MERCOSUR no es la excepción. En particular, el contexto actual ha aumentado el riesgo de desarrollar dos enfermedades que afectan a países con dotaciones de factores similares a las que muestra la región: la enfermedad holandesa y la maldición de los recursos naturales. En circunstancias de riesgo de este tipo, equivocaciones de corto plazo pueden tener consecuencias de largo aliento sobre el crecimiento. La enfermedad holandesa puede ser letal para la competitividad porque induce cambios en los precios relativos que dañan la dinámica del sector transable, particularmente el industrial. La maldición de los recursos se asocia con conflictos distributivos por apropiación de la renta de los recursos que, al incidir sobre la política fiscal, achican el espacio para hacer política macroeconómica.

Cuando se observan los desafíos de la macroeconomía de corto plazo a través de las lentes del crecimiento y su sostenibilidad, se comprende plenamente el interés que los jugadores estratégicos del MERCOSUR muestran por estas cuestiones. Contar con una evaluación sobre la calidad de las respuestas macroeconómicas de corto plazo es esencial para los procesos de toma de decisión que miran el largo plazo, tanto en el caso de los hacedores de política como de los sectores empresarios con intereses en la región del MERCOSUR.

El objetivo central de estas notas es aportar elementos para comprender estas cuestiones. Cabe aclarar, no obstante, que el objetivo no es realizar recomendaciones específicas de política o estudiar en detalle aspectos particulares de la macroeconomía de estos países. El propósito de estas notas es básicamente exploratorio: realizar el ejercicio de comparar la evolución macroeconómica de la Argentina y Brasil en años recientes con el objeto de identificar fortalezas relativas y debilidades compartidas que sean de utilidad para una mejor comprensión de los problemas de política macroeconómica que la región debe resolver.

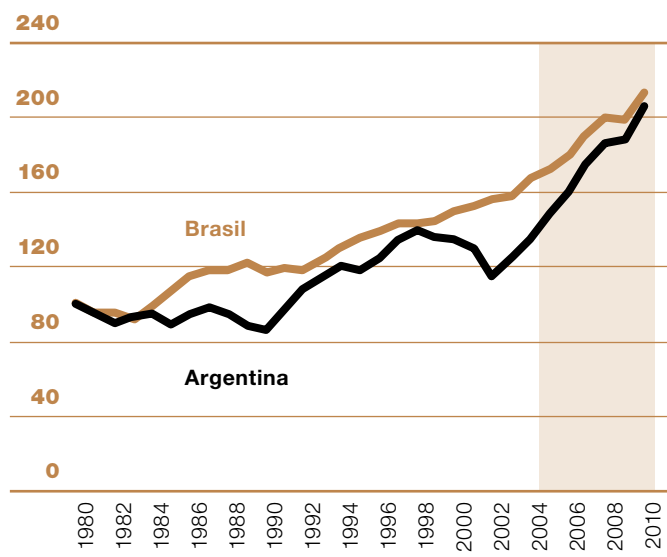
La exposición está organizada como sigue. En la *sección II* presentamos una serie de indicadores del desempeño macroeconómico comparado de la Argentina y Brasil. El propósito es discutir un conjunto de hechos estilizados que son necesarios para nuestro análisis. La *sección III* comienza con un análisis de los vínculos entre la política fiscal, la monetaria y de manejo de la deuda dentro del régimen de política macroeconómica de cada país y luego analiza cómo evolucionaron las relaciones de ahorro, inversión y financiamiento en el período de vigencia de esos regímenes. El énfasis está colocado en las relaciones de dominancia fiscal/monetaria y sus efectos sobre la sostenibilidad del crecimiento. La *sección IV* está dedicada a presentar conclusiones y reflexiones finales.

II. Desempeño macroeconómico comparado

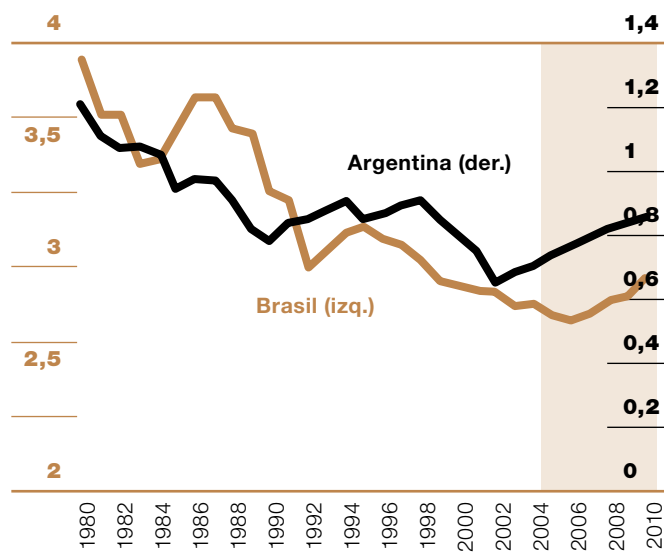
Al igual que un amplio conjunto de países emergentes de distintas partes del mundo, en la última década la Argentina y Brasil registraron un desempeño macroeconómico substancialmente mejor que en décadas pasadas. Para dar una visión de largo plazo y comparativa, el *gráfico 1* muestra la evolución comparada de los dos países desde 1980 así como la trayectoria de la participación de ambos en la economía mundial.

Gráfico 1. Dinámica de crecimiento en la Argentina y Brasil

(a) PBI a precios constantes. 1980=100



(b) Participación en el PBI mundial (PBI de PPP) (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a IADB y FMI.

Cuadro 1. Evolución comparada del nivel de actividad

	Cuentas Nacionales						Empleo y precios	
	Actividad (% crec.)			Fuentes de demanda (% PBI)			Tasa de desempleo	Inflación (1)
	PBI real	PBI real per cápita	Industria	Consumo	Inversión	Exportac. netas		
Argentina								
1990-2010	4,3%	3,2%	3,8%	78,4%	18,4%	3,2%	12,2%	112,1%
2000-2010	4,1%	3,1%	4,3%	74,7%	19,3%	6,0%	12,5%	11,9%
2005-2010	7,2%	6,1%	6,5%	72,2%	22,5%	5,3%	9,1%	13,5%
Brasil								
1990-2010	2,7%	1,2%	2,8%	81,4%	17,5%	1,1%	10,1%	409,0%
2000-2010	3,7%	2,3%	3,4%	81,3%	16,9%	1,8%	10,6%	8,0%
2005-2010	4,2%	2,9%	3,0%	80,8%	17,4%	1,8%	9,7%	6,8%

Notas: (1) calculado sobre la base del deflactor del PBI

Fuente: Elaboración propia en base a IADB, IPEADATA e INDEC

En la Argentina la década de los ochenta había sido efectivamente una década perdida: el Producto Bruto Interno (PBI) no logró avance, por lo que el PBI por habitante simplemente disminuyó. En los noventa, el nuevo régimen macroeconómico trajo crecimiento, pero también volatilidad y crisis. En los dos mil, finalmente, la economía se expandió fuertemente y los efectos de la etapa de inestabilidad financiera global iniciada en 2008 no fueron severos. Por supuesto, parte de la aceleración del crecimiento de los dos mil se explica por la fuerte caída posterior a 1998. Pero desde 2005 –zona pintada de gris en el gráfico– el PBI se mueve en un terreno que supera con amplitud el máximo previo a la crisis de la Convertibilidad.

En Brasil el nivel de actividad en los ochenta muestra una trayectoria mejor que la Argentina, pero el desempeño en esa década fue decepcionante si se lo compara con las previas, en que Brasil tendía a ubicarse a la cabeza de la dinámica de crecimiento de América Latina, como ocurrió por ejemplo en la época del milagro de la década de 1960. Hacia mediados de los noventa, después de la sensible aceleración de la inflación de 1994, retornó el crecimiento, pero no por mucho tiempo: los episodios de inestabilidad que se produjeron hacia el final de la década fueron

seguidos de un estancamiento que se extendió hasta el primer año de la administración de Lula. Luego, a partir de 2004-2005 el crecimiento se aceleró y la crisis *subprime* provocó apenas un leve descenso del PBI.

La dinámica de crecimiento de la Argentina y Brasil en el período 2005-2010 es muy positiva incluso si se utiliza como patrón la economía internacional. Esto puede verse claramente en el panel b del *Gráfico 1*. Desde el año 2005 ambos países han estado ganando terreno en la economía internacional, recuperando parte de la significación que habían perdido en las décadas anteriores. La recuperación de la Argentina, por otra parte, no sólo es más marcada sino que comienza antes. Aunque también es cierto que ni la Argentina ni Brasil recuperaron todavía la participación que tenían hacia mediados de la década de los noventa, antes de la crisis de la Convertibilidad en la Argentina y el cambio de régimen monetario en Brasil.

El *Cuadro 1* aporta evidencia adicional sobre la evolución macroeconómica en los últimos veinte años. Como puede observarse, desde 1990 en adelante la Argentina creció sistemáticamente más que Brasil. Esto, por supuesto, habla más de la debilidad del crecimiento en Brasil que del potencial de crecimiento de la Argentina: nótese que esto ocurrió a pesar de que en ese lapso se produjo en la Argentina una crisis de grandes proporciones en 2001-2002. Es particularmente importante la diferencia en la tasa de crecimiento promedio en los últimos cinco años (7,2% vs. 4,2%). En términos de PBI por habitante los resultados se mantienen: en 2005-2010 el crecimiento duplica el promedio 1990-2010, y la Argentina lleva la delantera. Nótese además que en ambos países la dinámica de crecimiento de la industria no logra diferenciarse de lo que ocurre en la economía como un todo. El desempeño de este sector es particularmente mediocre en el período de alto crecimiento de 2005-2010, una indicación de que en ninguno de los dos países el proceso de crecimiento estuvo liderado por el dinamismo industrial.

Las dinámicas de crecimiento de la Argentina y Brasil se diferenciaron también en las fuentes de demanda. En Brasil el crecimiento ha sido sostenido por la expansión del mercado interno mientras que en la Argentina de los dos mil la demanda externa fue un componente más destacado. De hecho, para el período 2005-2010 la participación de las exportaciones netas en el PBI es sistemáticamente mayor en la Argentina. La composición de la absorción, por su parte, también es distinta. En la Argentina la tasa de consumo es mucho más baja y la inversión más alta que en Brasil. La participación del consumo en la Argentina en el sexenio 2005-2010 registra el nivel más bajo desde que existen estadísticas oficiales de cuentas nacionales a precios corrientes (1935).

La evolución comparada del coeficiente de inversión es consistente con lo que se observa en relación al crecimiento. La tasa de inversión en la Argentina ha sido superior a la de Brasil en los últimos veinte años y esa diferencia ha sido particularmente marcada en el lustro más reciente: la Argentina ha estado invirtiendo en promedio 5% del PBI más que Brasil. Más allá de las diferencias con la Argentina, lo cierto es que la tasa de inversión de Brasil no es consistente con una tasa de crecimiento sostenido alta, excepto que se piense que la eficiencia de la inversión es mucho más elevada que en otros lugares del mundo. Por ejemplo, estos coeficientes de inversión son muy bajos cuando se los compara con los observados en Corea en la etapa de alto crecimiento e industrialización en ese país o en Chile, en el período en que ese país creció a buen ritmo.

Cuadro 2. Evolución comparada del frente externo (% del PBI)

	Variables flujo						Variables stock			
	Cuenta corriente			Cuenta de capital			Variac. de reservas	Stock de reservas	Posición financiera	
	Total	Balanza comerc.	Resto	Total	Invers. Directa	Invers. Financ.			Bonos	Acciones
Argentina										
1990-2010	0,2%	3,3%	-3,1%	0,9%	2,0%	-1,1%	1,1%	9,8%	-13,7%	1,3%
2000-2010	2,6%	6,4%	-3,7%	-1,6%	1,9%	-3,5%	1,0%	12,4%	-16,2%	4,1%
2005-2010	2,7%	4,9%	-2,3%	-0,2%	1,8%	-2,0%	2,4%	15,0%	2,0%	2,2%
Brasil										
1990-2010	-1,3%	1,9%	-3,2%	2,4%	1,7%	0,7%	1,1%	7,7%	-21,2%	-8,1%
2000-2010	-0,9%	2,6%	-3,5%	2,4%	2,1%	0,3%	1,6%	9,2%	-20,8%	-12,4%
2005-2010	-0,4%	2,7%	-3,1%	2,9%	1,3%	1,6%	2,5%	11,0%	-13,2%	-16,2%

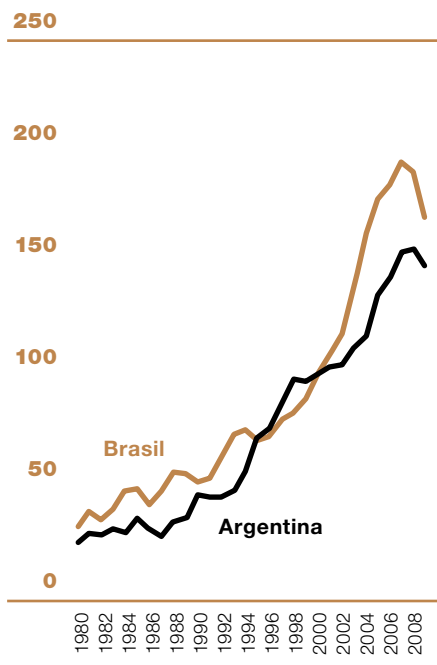
Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, FMI, Milesi y Ferreti (2007), IPEADATA e INDEC

Gráfico 2. Términos del intercambio, exportaciones e importaciones (Índice, 200 = 100)

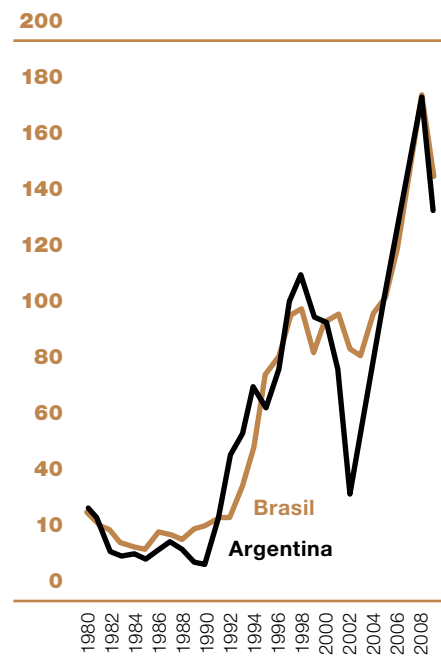
(a) Términos del intercambio



(b) Volumen de exportaciones



(c) Volumen de importaciones



Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL.

El desempeño comparado en lo relativo a inflación es muy diferente a lo ocurrido con la inversión. En este caso es Brasil el que presenta la evolución más favorable. Luego de episodios de hiperinflación a fines de los ochenta y principios de los noventa, sobre mediados de la década ambos países –con la Convertibilidad en la Argentina y el Plan Real en Brasil– lograron bajar la inflación a un dígito. En los últimos años emerge la diferencia: mientras que en Brasil el crecimiento de los precios se mantuvo en el rango del dígito, en la Argentina se aceleró marcadamente. Con bajas tasas de absorción, esta aceleración parece más relacionada con el mecanismo monetario en un contexto de superávit externo que con un tirón de demanda. En Brasil, en cambio, la reducción en la inflación es un hecho remarcable, más aún si se tiene en cuenta que fue acompañado por un crecimiento mayor del nivel de actividad. También puede valorarse en términos históricos: la reciente dinámica de baja inflación hizo que en 2005-2010 la expansión de los precios sea la mínima desde la salida de la Segunda Guerra Mundial.

¿Qué ocurrió con el frente externo? Aquí también el contraste es marcado, como puede observarse en el *Cuadro 2*. Ambos países redujeron el desequilibrio en los años dos mil, pero mientras la Argentina muestra superávit permanente y muy significativo en la cuenta corriente, en Brasil ocurre lo contrario: el país nunca genera superávit por un período relativamente prolongado.

De hecho, el desempeño de la Argentina en la primera década de los dos mil se diferencia sustancialmente de la dinámica que había mostrado en toda la posguerra: la economía crece a tasas más altas y simultáneamente genera superávit de cuenta corriente. El papel determinante de esta evolución le corresponde al balance de comercio, que en la década superó el 6% del PBI. En 2005-2010 el resultado fue sólo levemente inferior, rozando el 5% del PBI. En Brasil el saldo de cuenta corriente no muestra grandes cambios e incluso se deteriora en el período de aumento del crecimiento posterior a 2010. En este sentido, no se verifica un quiebre tan marcado con la dinámica macroeconómica de décadas anteriores. También en este caso es clave la evolución de la balanza comercial, que alcanzó el 2,7% del PBI en 2005-2010. Esto implica que la dificultad para mejorar el resultado de la cuenta corriente se asocia con un déficit permanente en la remuneración de factores del exterior.

Como muestra el *Gráfico 2*, tanto Brasil como la Argentina han sido favorecidos por el desempeño de sus términos del intercambio en años recientes. Este hecho, no obstante, es más importante para la Argentina que para Brasil: mientras el desempeño del volumen de exportaciones brasileñas es mejor que el argentino, lo contrario ocurre con los términos del intercambio. En ambos países las importaciones han aumentado fuertemente.

La evolución del pago a factores del exterior es consistente con la evolución de la cuenta capital. En efecto, Brasil muestra un saldo de la cuenta capital que indica que la entrada de capitales se incrementó en los últimos años y, en cambio, en la Argentina hubo una exportación continua de capitales (*ver Cuadro 2*). La diferencia no es explicada por la inversión extranjera directa, cuya trayectoria es similar en ambos países, sino por los flujos de capital financiero. Promediaron un 1,6% del PBI en Brasil y -2% en la Argentina. Las implicaciones de estas cifras no son favorables para ninguno de los dos países. Brasil tuvo a su disposición para financiar la inversión una cantidad de financiamiento externo que fue 3,6% del PBI mayor que en la Argentina y aún así invirtió menos que su vecino. La Argentina, a su vez, muestra una sangría de capitales en el período 2005-2010 que es similar a la del lustro anterior, cuando el país estaba en crisis: no se observa en relación con esto ningún efecto positivo como consecuencia de que la deuda pública se reestructurara y de que buena parte de los efectos negativos de la caída de la Convertibilidad se disiparan. Nótese, por otro lado, que en la Argentina la cuenta capital está bastante equilibrada ya que la salida de capitales financieros está prácticamente compensada por las entradas de inversión extranjera directa.

Esta dinámica de flujos externos modificó sensiblemente el perfil de acumulación de activos y pasivos externos. En el caso de la Argentina hubo una sensible reducción en los pasivos netos de renta fija, a tal punto que el país se convierte en acreedor del resto del mundo en 2005-2010. En el caso de Brasil los pasivos externos de renta fija también caen (aunque el país sigue siendo deudor neto en ese ítem), pero lejos de registrarse salidas, hay un aumento en las entradas hacia los mercados de capital. De hecho la posición externa neta en acciones de este período es el doble del promedio 1990-2010.

Un rasgo bastante llamativo es que, a pesar de las enormes diferencias en la evolución de los saldos de cuenta corriente y en la entrada de capitales, la política de acumulación de reservas seguidas por las autoridades en ambos países fue muy similar. La continua acumulación de divisas por parte de los bancos centrales llevó los stocks de reservas internacionales a valores máximos históricos: tanto en la Argentina como en Brasil los ratios de reservas sobre PBI (de entre 14% y 18%) son los más altos desde la década de 1940.

Pero a pesar de que acumularon reservas a un ritmo similar en términos del PBI (cerca de 2,5% al año) la fuente de formación de esas reservas fue muy disímil. La fuente en el caso de la Argentina es, básicamente, el saldo de la cuenta corriente. Por ejemplo, en el período 2005-2010, este saldo fue similar al monto de acumulación de reservas, lo que es consistente con el hecho de que la cuenta capital fuera sólo levemente negativa. Lo que sorprende es el hecho de que Brasil acumulara un nivel tan alto de reservas en igual período sin haber generado saldos de cuenta corriente positivos. La fuente fundamental de acumulación estuvo constituida por el saldo positivo de la cuenta capital, cuyo saldo fue tan alto que fue más que suficiente para financiar también el déficit de cuenta corriente.

III. Opciones de política macroeconómica comparadas

Las políticas implementadas por Brasil y la Argentina serían muy difíciles de comprender sin tomar en cuenta que, en buena medida, son una respuesta al período de turbulencias de los ochenta y noventa y sus consecuencias tanto en términos macroeconómicos como en el campo social y de la economía política. Los regímenes implementados en los dos mil representan la búsqueda de caminos nuevos.

La búsqueda de caminos nuevos, no obstante, tuvo como punto de partida las lecciones que dejaron los ochenta y los noventa no solamente en la Argentina y Brasil sino en el mundo emergente en general. A ningún país emergente le resultó sencillo encontrar el régimen de políticas macroeconómicas que le permitiera adaptarse a las condiciones de la Segunda Globalización, como lo atestiguan las sucesivas crisis de los noventa. A los efectos de nuestro trabajo será útil referirnos brevemente a tres lecciones que dejaron esas crisis.

La primera lección es que, en una economía abierta a los flujos financieros, los movimientos de capital influyen de manera decisiva sobre la evolución macroeconómica y esa influencia puede ser desestabilizante debido al sesgo procíclico de los movimientos de capital y, también, debido a que puede haber interacciones perversas entre *shocks* comerciales y financieros. Es difícil contrarrestar el sesgo procíclico de los movimientos de capital porque la liquidez que proveen los organismos internacionales (particularmente el FMI) suele ser escasa y venir acompañada de una condicionalidad que frecuentemente agrava el sesgo pro-cíclico. Bajo estas condiciones queda poco espacio para la autonomía monetaria y para cortar los mecanismos de transmisión entre un *shock* externo y la economía local. Para atacar este problema los países han recurrido de manera creciente en la década de los dos mil tanto a estrategias de auto-seguro (acumulación de reservas) como a controles de los movimientos de capital.

Segundo, en situaciones de tensión financiera la política monetaria suele ser dominada por la política fiscal. Ante un evento de *sudden stop*, el gobierno se queda ilíquido y trata de extraer los recursos de donde puede. Asimismo, si el evento

afecta la liquidez o la solvencia del sistema bancario, el Banco Central puede verse obligado a actuar de prestamista de última instancia. En cualquier caso, la autonomía monetaria del Banco Central se verá con alta probabilidad dominada por la necesidad de recursos fiscales, sea para el sector público, sea para salvar al sistema financiero. Para evitar la dominancia fiscal, los países emergentes han realizado esfuerzos para implementar políticas fiscales más consistentes, basadas en generar mayor superávit primario y reglas de disciplina fiscal (Fanelli, 2010).

Tercero, es necesario dar mayor importancia a la gestión de la deuda pública. Togo (2007), por ejemplo, postula que es central evitar que la política de administración de la deuda sea dominada por razones fiscales o monetarias, ya que ello puede ser una fuente de inestabilidad. Esto ocurre, por ejemplo, cuando las autoridades recurren crecientemente al endeudamiento en dólares o de corto plazo en situaciones de tensión financiera. En muchos episodios de inestabilidad del mundo emergente, la deuda pública *explotó* en los momentos en que impactaban *shocks* externos, no tanto por la aplicación masiva de políticas anticíclicas –como es el caso actual en los países avanzados– sino por los efectos de la devaluación sobre el valor del stock de deuda preexistente o por los efectos del incremento de la tasa de interés sobre la deuda pública de corto plazo (CEPAL, 2010). Por ello, un mismo nivel de financiamiento requerido puede tener efectos muy diferentes en función de la eficiencia en el manejo del perfil de la deuda. Como a cada estructura de deuda particular le corresponde un perfil de riesgo distinto, los países emergentes han incluido entre sus prioridades de política la de reducir la incidencia de la deuda de corto y de la dolarización (World Bank, 2007; Baldacci *et al.*, 2011).

En suma, a los objetivos tradicionales relacionados con la inflación y el desempleo hay que agregarles los objetivos de suavizar los movimientos de capital procíclicos, lograr un superávit primario que evite la dominancia de la política fiscal sobre la monetaria y una composición de la deuda con exceso de dolarización o de vencimientos de corto plazo. Justamente, estos objetivos *nuevos* jugaron un rol, junto a los tradicionales, en el caso de la Argentina y Brasil. Aunque, por supuesto, son muchos objetivos y las autoridades no suelen contar con la cantidad suficiente de instrumentos. En particular, dentro del espacio fiscal disponible estos objetivos macroeconómicos compiten con otros objetivos; en el caso de estos países es importante subrayar dos: las políticas sociales y la inversión pública necesaria para complementar los esfuerzos privados.

Cuando el espacio fiscal no es suficiente el gobierno enfrenta dilemas de política que debe resolver en función de lograr determinados equilibrios políticos. Vale la pena, entonces, echar una mirada a las políticas fiscal, de manejo de reservas y de deuda en los países que estamos analizando. Es un ejercicio que puede ser muy útil para extraer lecciones ya que las autoridades de la Argentina y Brasil dieron prioridad a combinaciones de objetivos de política que no fueron coincidentes.

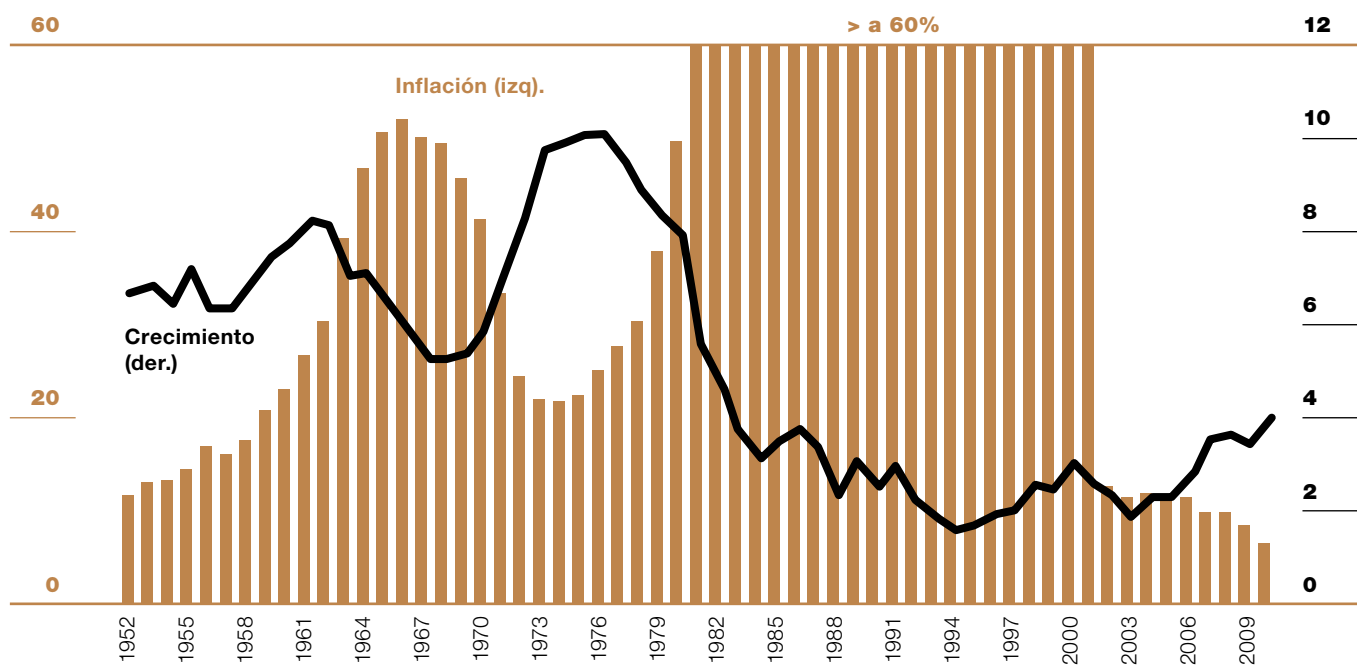
Brasil: inflación y dominancia monetaria

La diferencia más nítida en los objetivos de política macroeconómica se refiere a la inflación: mientras en Brasil su control recibió prioridad en la Argentina la preocupación fue escasa o nula. En función de esta opción, Brasil adoptó un régimen de objetivos de inflación y sus autoridades se preocuparon por mantener un superávit fiscal primario suficiente como para evitar que las variables fiscales dominaran a las monetarias.

El régimen de objetivos de inflación está vigente desde 1999. El Banco Central do Brasil (BCB) utiliza la tasa de interés SELIC (aquella que corresponde a préstamos interbancarios *overnight* colateralizados con deuda pública) para cumplir los objetivos de inflación determinados por el Consejo Monetario Nacional. Después de un primer ciclo que terminó con la turbulencia de 2003, la gestión de Henrique Meirelles ajustó las clavijas de la estrategia, revisando las metas prefijadas y reforzando la idea de que el principal objetivo de la política macroeconómica era reducir la inflación (ver Meirelles, 2003).

Como ya lo señalamos al comentar el *Cuadro 1*, el régimen resultó instrumental para reducir la inflación. Este hecho constituye seguramente uno de los principales éxitos de la administración Lula, habida cuenta de la larga historia de alta inflación de Brasil. Como muestra de la magnitud del éxito alcanza con mencionar que el índice general de precios se expandió entre 2003 y 2010 un 6,3% al año,

Gráfico 3. Inflación y crecimiento de mediano plazo en Brasil (en porcentaje)



Fuente: IPEADATA.

Nota: se consideran ventanas de 8 años.

Cuadro 3. Evolución comparada del frente fiscal (% del PBI)

	Variables flujo				Variables stock	
	Ingresos	Gastos primario	Resultado financiero	Resultado	Deuda bruta	Deuda neta
Argentina						
1990-2010	27,6%	28,8%	1,2%	-1,2%	58,8%	49,0%
2000-2010	29,9%	30,1%	2,5%	-0,3%	78,6%	66,1%
2005-2010	33,2%	32,7%	2,8%	0,5%	56,4%	41,4%
Brasil						
1990-2010	31,0%	32,7%	2,6%	-1,7%	n.d.	39,9%
2000-2010	35,6%	38,8%	3,5%	-3,2%	48,2%	44,2%
2005-2010	37,6%	40,6%	3,3%	-3,0%	47,6%	40,4%

Fuente: Elaboración propia en base a FMI, INDEC e IPEADATA.

Notas: las variables flujo y el stock de deuda pública corresponde al sector público no financiero. El stock de deuda neta de Brasil corresponde al sector público consolidado.

lo cual representa la menor tasa para un período de 8 años desde la salida de la segunda guerra mundial (ver Gráfico 3). Un hecho importante es que el proceso de desinflación se produjo en un marco de retorno del crecimiento. El Gráfico 3 sintetiza la dinámica de la inflación y del crecimiento.

El instrumento más importante para reducir la probabilidad de que la política fiscal domine a la monetaria fue la generación de un sustancial superávit fiscal primario, apoyado en una regla con límites para el déficit y la flexibilización del gasto primario. El Cuadro 3 muestra la evolución de las variables fiscales.

Un dato que resalta en el Cuadro 3 es que la presión impositiva brasileña aumentó considerablemente en los últimos años. Los ingresos totales del sector público en 2005-2010 están en niveles históricos récord. Este hecho no sorprende cuando se observa la evolución del gasto, que también se encuentra en niveles muy elevados. Las erogaciones crecieron en realidad más que los ingresos, de manera que la necesidad de financiamiento, antes que reducirse, se incrementó en 2005-2010. Desde la gestión de la política fiscal, se avanzó en los últimos años en morigerar la rigidez y la automaticidad de los gastos primarios, como se explica en Luporini (2010). Sin embargo, la imposibilidad de reducir el gasto financiero debido a las altas tasas de interés que impone el régimen monetario jugó el rol opuesto. Y no nos referimos a números pequeños: el sector público brasileño (incluidos los estados federales) gasta casi 7% del PBI al año en servir de la deuda, cuando en el resto del mundo emergente los gastos financieros del gobierno se fueron comprimiendo los últimos años. Así, es difícil pensar que el ajuste fiscal requerido para cooperar con la política monetaria no recaiga sobre otros componentes del gasto. El gasto social de Brasil en términos *per cápita* se encuentra por debajo de los realizados en otros países de la región, como la Argentina (ver Cuadro 4). El gasto en inversión, a su vez, ronda 3% del PBI.

La preocupación por evitar que la dominancia monetaria requerida por las metas de inflación fuera amenazada por una mala administración de la deuda también estuvo presente en Brasil. Una preocupación que en este caso está plenamente justificada: en Brasil, el último cuarto del siglo XX se caracterizó por la alta frecuencia de episodios de crisis cambiarias: de acuerdo a Laeven y Valencia (2008) se vivió un episodio de esta clase en uno de cada cinco años.

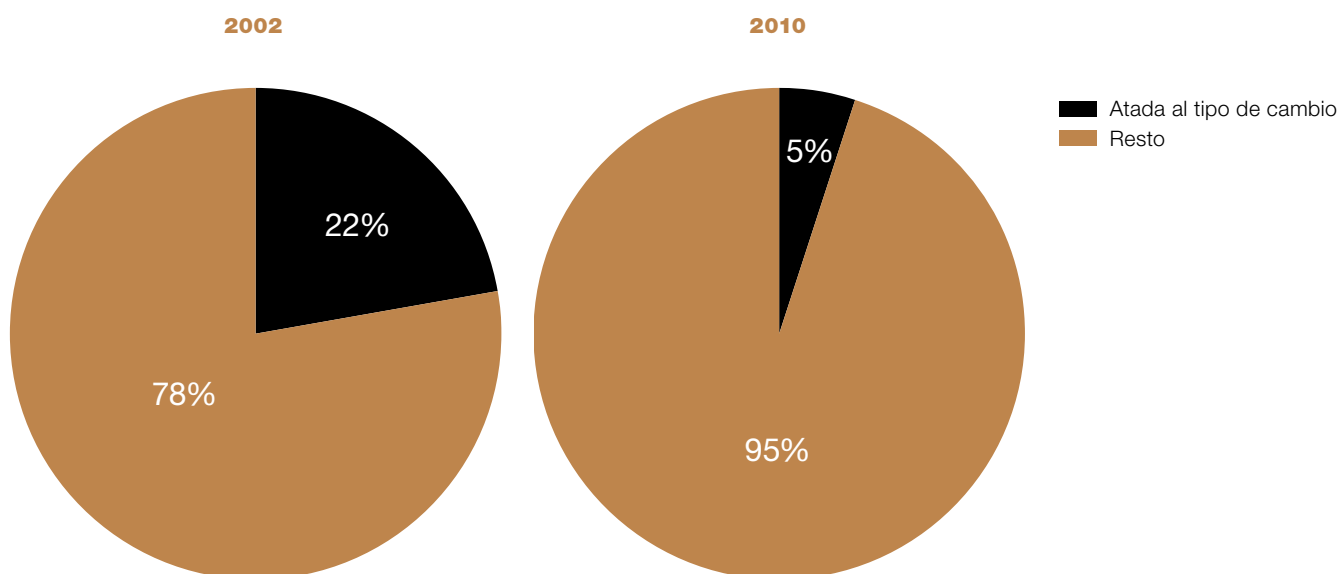
La estrategia de administración de la deuda del gobierno de Lula buscó así reducir la exposición al riesgo cambiario, sesgando la composición de los pasivos del sector público hacia la deuda interna. De esta manera, se buscaba evitar que el peso de la deuda aumentara en períodos en que es más difícil generar superávit primario. Esta estrategia fue muy exitosa, a tal punto que en 2010 la deuda externa representó sólo un 5% de la deuda bruta total (ver Gráfico 4). En términos netos (es decir, descontando los activos de reserva, como suele presentarse en las estadísticas oficiales de Brasil) el gobierno es acreedor del resto del mundo, por aproximadamente 14% del PBI.

Cuadro 4. Evolución del gasto público social per cápita (en dólares constantes)

	1990/1991	2000/2001	2007/2008
Argentina	1.166	1.635	2.276
Brasil	554	785	1.083

Fuente: CEPAL.

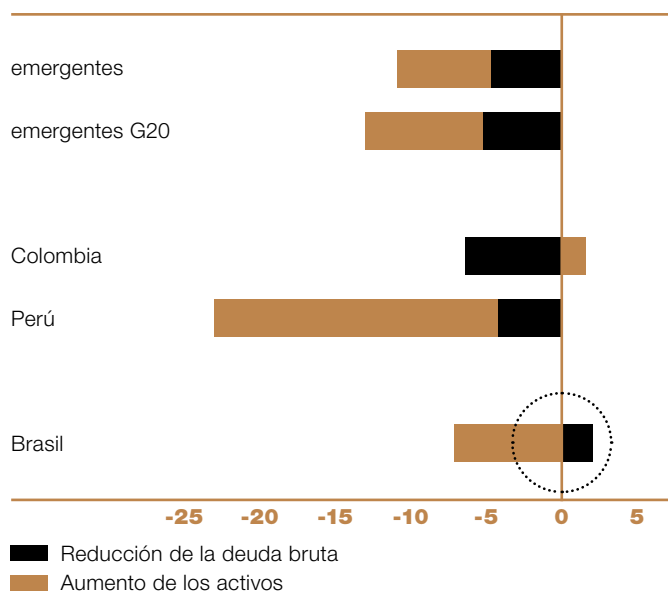
Gráfico 4. Cambios en el perfil de la deuda pública bruta



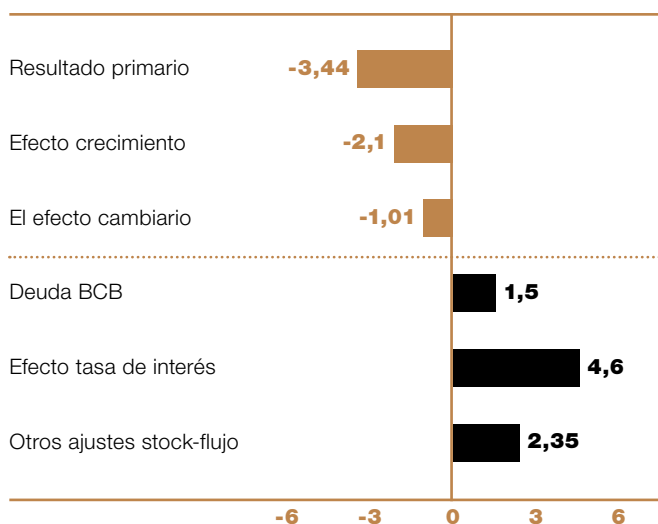
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio da Fazenda y BCB.

Gráfico 5. Dinámica de la deuda pública en Brasil 2004-2008 (% del PBI)

(a) Factores de explicación del crecimiento



(b) Descomposición del cambio en la deuda pública neta pública bruta de Brasil

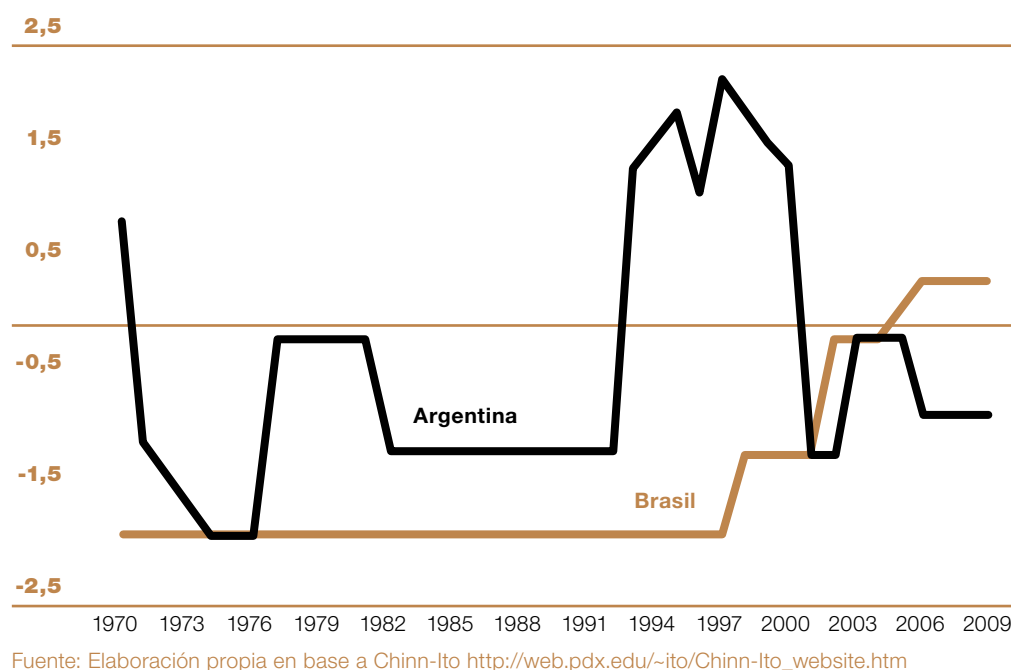


Fuente: Elaboración propia en base a FMI, BCB y Wulf Gobetti y Patta Schettini (2010).

La política de gestión de la deuda pública tuvo un efecto positivo adicional: ayudó a reducir la vulnerabilidad externa del país. Esto se debió a que el gobierno dejó de ser un participante activo en la acumulación de deuda externa. En 2003, de cada dólar de nueva deuda externa, 50 centavos correspondían al gobierno; en 2010 sólo 20 centavos. Este cambio, en conjunto con el nuevo perfil de demanda de los inversores externos –con sesgo a los mercados accionarios– redujo los riesgos financieros externos de la economía brasileña.

Más allá de estos rasgos positivos, la deuda pública como porcentaje del producto no tuvo una variación acorde con el esfuerzo fiscal en términos de aumento de la presión tributaria. Este hecho puede apreciarse en el Gráfico 5.

Gráfico 6. Índice de apertura financiera



En promedio, los gobiernos de los países emergentes que participan en el G20 lograron reducir su nivel de endeudamiento bruto desde 57% del PBI a 36% entre 2004 y 2008 (ver FMI 2010). Brasil no pudo emular este hecho. La deuda pública se mantuvo relativamente constante, pasando de 54% a 56% del PBI. Como vimos anteriormente, no fue el déficit primario el causante de dicha dinámica. Dos efectos impidieron a Brasil acompañar el proceso de desendeudamiento del mundo emergente: el alto costo de la deuda y la política de esterilización del BCB (ver panel b del Gráfico 5). Con respecto al primer punto, la tasa de interés implícita de la deuda pública se mantuvo sistemáticamente por encima de la tasa de crecimiento del nivel de actividad de manera que la deuda tuvo una presión al alza por esta causa. Con respecto al segundo punto, los títulos del BCB crecieron de la mano de la fuerte entrada de capitales. Estos bonos, de muy corto plazo, llegaron a representar 14% del PBI en 2009, casi un cuarto de la deuda pública total.

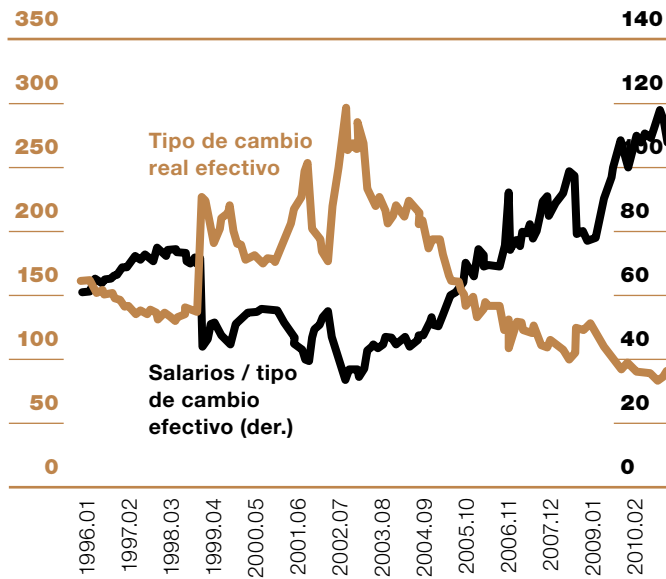
Brasil ha mantenido mínimas restricciones *de jure* sobre la cuenta de capital. El índice de apertura financiera de Chinn e Ito marca un máximo en 2004-2008 en relación a las últimas cuatro décadas (Gráfico 6). En este contexto, las altas tasas de interés que resultaron del control de la inflación se convirtieron una invitación al *carry trade*; esto es, a fondearse en otras monedas a tasas bajas para invertir en Brasil.

Las entradas de capital del período 2005-2010 contribuyeron a apreciar sensiblemente el tipo de cambio real (ver Gráfico 7, panel a). Esta dinámica no favoreció la competitividad de las exportaciones, principalmente en la franja industrial. El sector exportador industrial desaceleró marcadamente su expansión en la última década (ver Gráfico 7, panel b). La aparición de China como principal socio comercial de Brasil no parece un hecho independiente de esta evolución.

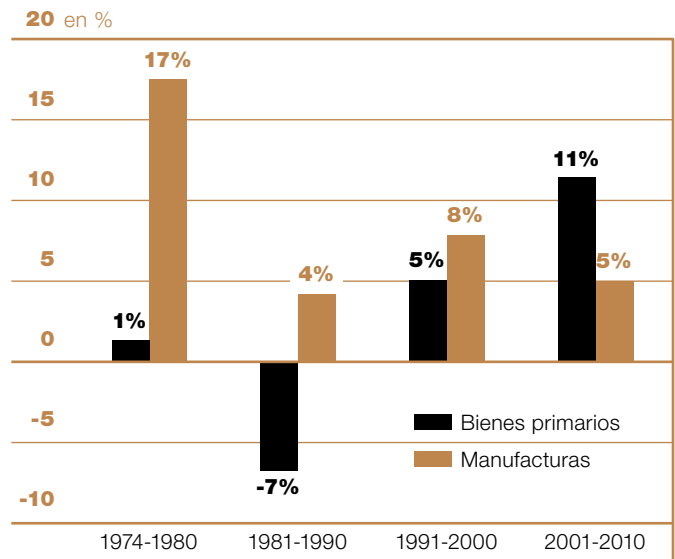
El régimen de tasas de inflación no le impidió a Brasil recurrir a las políticas de auto-seguro de forma decidida, interviniendo en el mercado de cambios y recurriendo a la esterilización para evitar los efectos inflacionarios. El Gráfico 8 muestra la evolución de las reservas acumuladas, que se ubican en el entorno de 15% del PBI; casi lo mismo que invierte Brasil en todo un año.

Gráfico 7. Apreciación cambiaria y desindustrialización de las exportaciones

(a) Indicadores de competitividad (2005=100)



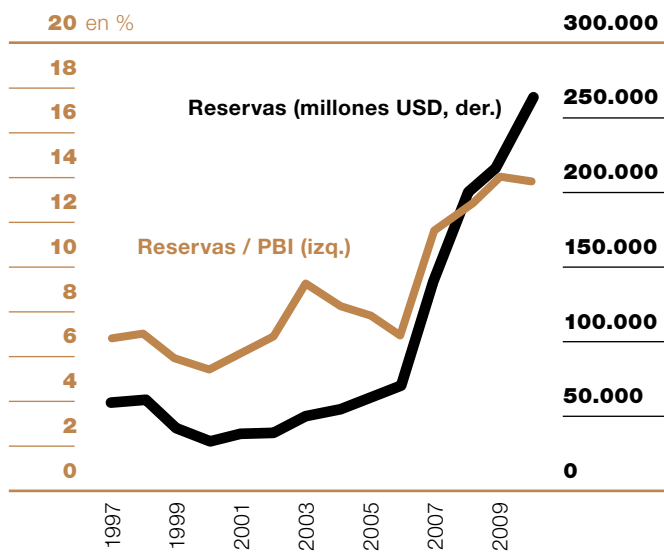
(b) crecimiento anual de las exportaciones (en volumen)



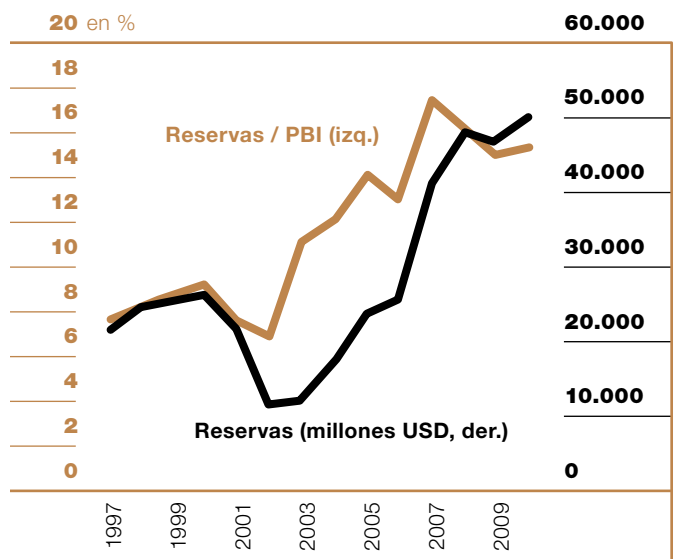
Fuente: Elaboración propia en base a BCB, CEPAL e IPEADATA

Gráfico 8. Evolución de las reservas internacionales

Brasil



Argentina

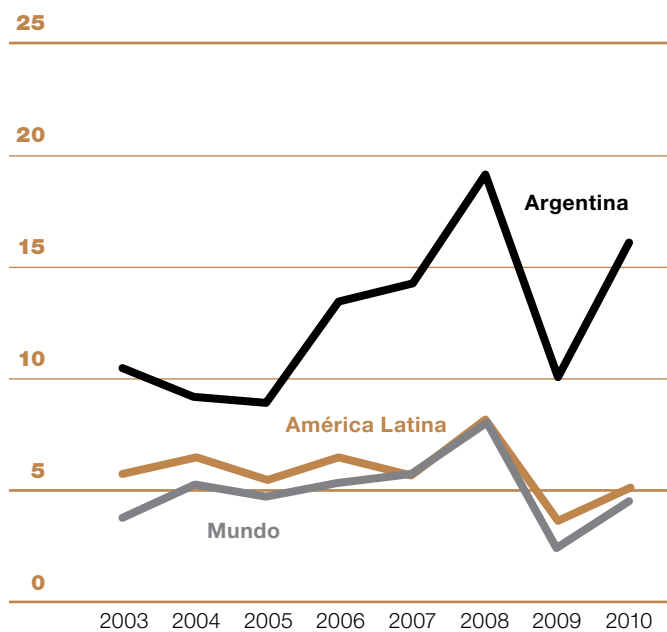


Fuente: Elaboración propia en base a IADB y BCB.

Argentina: dominancia fiscal y pasividad monetaria

Ciertamente, el control de la inflación no ha sido un objetivo privilegiado por las autoridades argentinas. El crecimiento de los precios en la Argentina ha sido alto en los últimos años, superando holgadamente los dos dígitos y separándose de la dinámica prevaleciente en el resto del mundo (ver Gráfico 9). Hasta ahora, la reacción del gobierno ante la inflación y la puja distributiva ha estado en línea con las estrategias que siguió en los últimos años: medidas discrecionales (como la intervención en los mercados de exportación e importación y los controles de precios) y rezago en el ajuste del tipo de cambio nominal. Más allá de si el gobierno mantiene este esquema o *régimen* por convicción, lo cierto es que de aquí en más no podría cambiar su política anti-inflacionaria sin introducir adicionalmente cambios de relevancia en el rumbo del resto de sus políticas económicas.

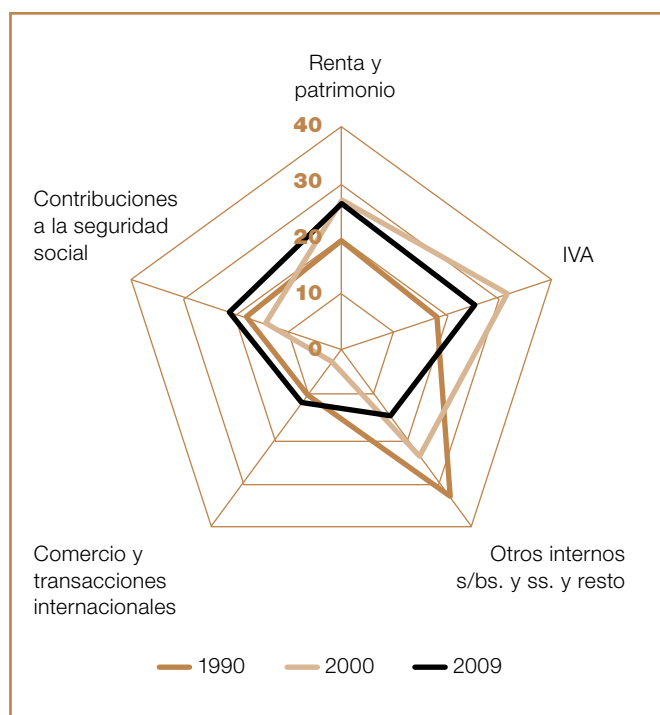
Gráfico 9. La inflación en la Argentina en perspectiva comparada (% crec. anual)



Fuente: Elaboración propia en base a BM.

Nota: para los cálculos se utilizó el deflactor del PBI.

Gráfico 10. Composición de la recaudación fiscal (en %)



Fuente: Albrieu y Fanelli (2011).

Al no dar prioridad a la inflación, el gobierno se libró de la necesidad de asegurar la independencia de la política monetaria. A pesar de esto, el superávit fiscal primario de la Argentina mostró un muy buen desempeño en la primera década de los dos mil (*ver Cuadro 3*). Una razón de significación detrás de este hecho es que, a diferencia de Brasil, el gobierno no tuvo acceso a los mercados voluntarios de deuda y, por ende, no contó con demasiado margen para expandir el gasto más allá de sus propios recursos. Como se observa en el *Gráfico 6*, la Argentina aumentó las trabas a los movimientos de capital.

La Argentina, no obstante, comparte un rasgo muy importante con Brasil: el pronunciado incremento en la presión tributaria. En base a ese incremento, las autoridades estuvieron en condiciones de aumentar fuertemente el gasto público, que al igual que en Brasil se encuentra en niveles históricos récord. Como se puede observar en el *Cuadro 4*, el gasto público social per cápita se duplicó en dólares constantes.

El aumento en la presión impositiva fue acompañado con una mayor diversificación de las fuentes de ingreso (*ver Gráfico 10*). En realidad, la capacidad del fisco para sustituir fuentes en caso de ser necesario ha sido siempre alta, como lo señalan Albrieu y Cetrángolo (2011). Estos autores muestran que en la Argentina la evolución de la recaudación siempre ha tenido un comportamiento que ha compensado las restricciones impuestas por los cambios en el entorno macroeconómico. *El Gráfico 10* presenta evidencia sobre la composición de la recaudación en diferentes entornos macroeconómicos.

La preocupación por desactivar los riesgos asociados con la deuda pública también estuvieron presentes en el caso argentino, aunque los instrumentos utilizados para mejorar el perfil y el tamaño de la deuda fueron más heterodoxos que en el caso brasileño. El default y la negociación posterior y los resultados superavitorios permitieron una fuerte reducción en el nivel de endeudamiento. Pero además el perfil de riesgo de la deuda mejoró en dos direcciones. Por un lado, se redujo

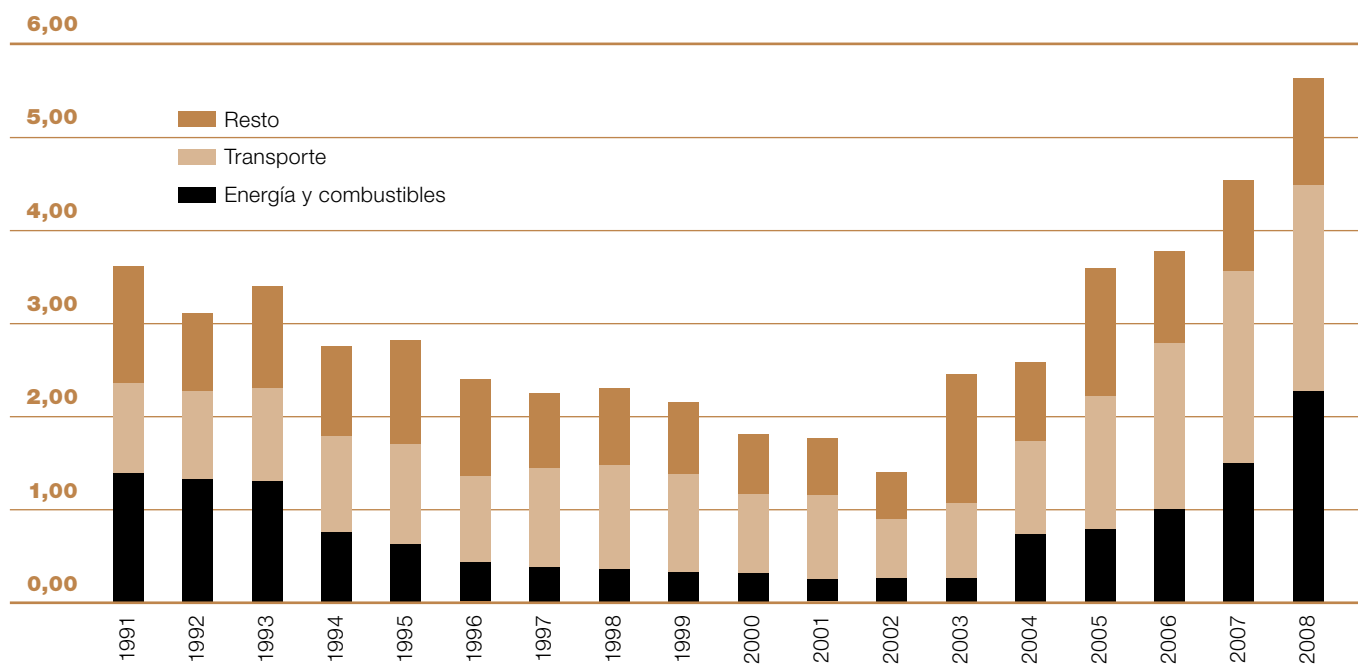
el riesgo cambiario: mientras en los noventa la deuda denominada en moneda extranjera superaba el 95% de la deuda total, en 2005-2010 promedió el 54%. Por otro lado, se comprimió el riesgo de contraparte: sólo el 38% de la deuda bruta es de mercado, mientras que el 47% está en manos de otras agencias del sector público (el 15% restante es deuda con organismos).

Al devenir un rasgo permanente, la inflación se ha convertido en una amenaza para los logros fiscales de los últimos años. Esto ocurre porque el gobierno argentino mantiene una política de subsidios muy agresiva, que opera a través de precios de servicios como el transporte y la energía que no se actualizan en función de la inflación. Como buena parte de los costos de generar esos servicios sí se actualiza en función de la variación de los precios, el entorno inflacionario hace crecer automáticamente las erogaciones del gobierno. Las transferencias al sector privado, que en la década de los noventa no llegaban al 5% de los gastos corrientes, llegaron a representar un 15% de los mismos durante 2008-2009 y siguen en alza (ver Gráfico 11).

La Argentina ha sido tan agresiva como Brasil en la implementación de una estrategia de autoseguro con acumulación de reservas y esterilización, como surge de la evidencia presentada en el Gráfico 8, panel b. La buena suerte ayudó a crear las condiciones de viabilidad de esta política, por la vía de términos del intercambio favorables. Pero también jugó un papel central el hecho de que la política cambiaria fue en estos años bastante efectiva en evitar un rápido deterioro de la competitividad externa (ver Damill y Frenkel, 2010). No obstante, como se observa en el Gráfico 12, en la comparación con Estados Unidos la competitividad se ha estado reduciendo en el período más reciente. La situación es distinta si consideramos la relación con Brasil: allí la competitividad externa se mantuvo, en tanto el diferencial inflacionario fue compensado por la apreciación nominal del real.

La erosión del tipo de cambio real en relación al dólar está asociada también con la inflación. Para evitar una mayor aceleración de la misma, el gobierno ha intervenido en el mercado de cambios con el objeto de reducir el ritmo de depreciación nominal.

Gráfico 11. El peso de los subsidios en el gasto público en servicios económicos (% del PBI)

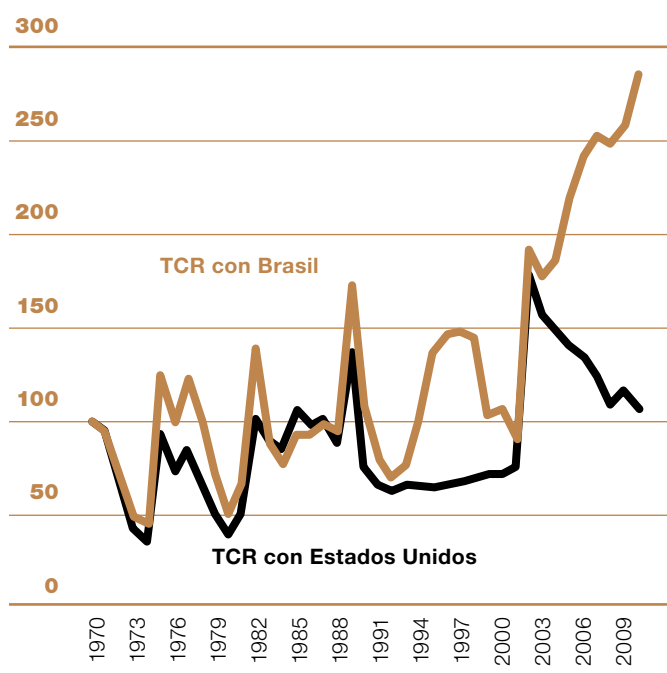


Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

La apreciación de la moneda, además de reducir el superávit comercial, aumenta el riesgo vinculado a la salida de capitales. La salida de capitales de los últimos tres años se mantuvo a un ritmo de cerca de 1.000/2.000 millones de dólares mensuales. Para financiar esa salida el país necesita entre 12.000 y 24.000 millones de dólares por año y sólo hay dos formas de conseguir esa cifra: utilizando las reservas internacionales o generando un superávit comercial acorde. Ninguna de las dos alternativas es sostenible. La primera, por la razón obvia de que las reservas se acaban. Además, se trata de un proceso que se retroalimenta: si el mercado percibe que las reservas se acaban, se acelerará la demanda de dólares. La alternativa de generar superávit comerciales abultados es posible por la vía de reprimir las importaciones, que crecen a tasas altas en parte debido a la caída en la competitividad externa. La opción de achicar las compras externas es posible pero no sostenible: el nivel de importaciones compatible con la fuga de capitales implica un nivel de actividad excesivamente bajo. Los niveles de desempleo y de pobreza que resultarían serían políticamente inviables; además, el nivel de inversión –buena parte de los bienes de capital son importados– no alcanzaría para reponer el capital depreciado.

La fuga de capitales tiene un efecto directo sobre la macroeconomía: su contrapartida es la contracción de la demanda agregada y la contrapartida de esa contracción es la caída del nivel de actividad en general y de la inversión en particular. Los sectores que colocan su ahorro en dólares y no en bienes de capital o de consumo durable son las firmas y los sectores de mayor ingreso que tienen capacidad de ahorro. De aquí que el componente de la demanda agregada que cayó más en 2009 es la inversión y los durables y el que lo hizo menos es el consumo de no durables. La mejora en el nivel de actividad luego de la recesión de 2009 hizo que la fuga de capitales mermara, lo que le permitió al Banco Central acumular más reservas con los dólares provenientes del superávit comercial. Pero de cualquier manera, la fuga amainó pero no se detuvo y, ante eventos políticos domésticos o un enrarecimiento de la economía internacional podría reavivarse (ver Gráfico 13).

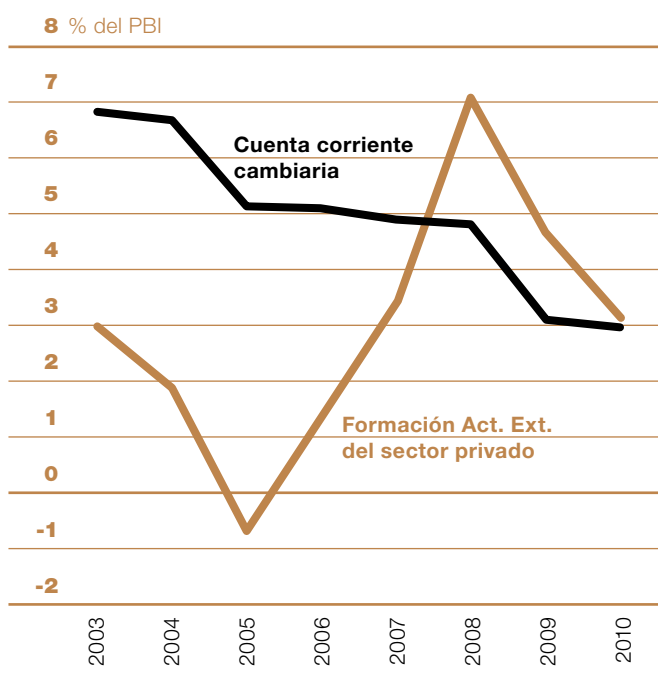
Gráfico 12. Tipo de cambio real de la Argentina.
(1970 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base a BM y BCB.

Nota: para los cálculos se utilizó el deflactor del PBI.

Gráfico 13. Vulnerabilidad en el frente externo: la fuga de capitales (% del PBI)



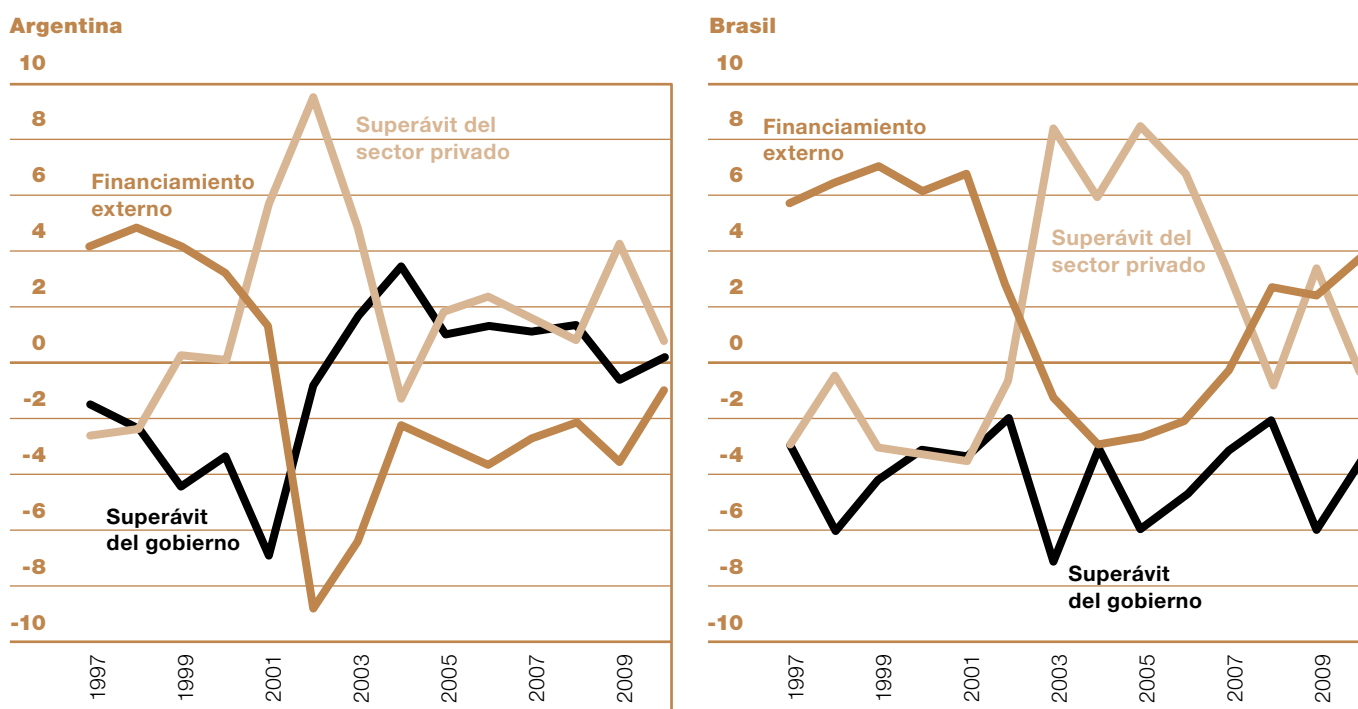
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

¿Por qué es alta la fuga de capitales? La respuesta debe buscarse en el deterioro en las distorsiones institucionales, que representan quizás el escollo más significativo que impide que la gestión actual pueda capitalizar las buenas noticias en lo que hace a nivel de actividad. En este aspecto sobresale la pérdida de credibilidad del Banco Central con la vuelta a la monetización del financiamiento público, el problema de los subsidios y la escasez de instrumentos para manejar las pujas distributivas y coordinar las negociaciones salariales en función de pautas de inflación establecidas por las autoridades. En este clima, la política se mantiene como una fuente independiente de generación de incertidumbre.

Sobre resultados macroeconómicos y desafíos de política

Del análisis anterior se sigue que mientras en Brasil se instituyó un régimen de dominancia monetaria, en la Argentina se fue consolidando cada vez más uno de dominancia fiscal. En Brasil, la dominancia monetaria dio los frutos esperados en términos de reducción de la inflación y en la Argentina la dominancia fiscal se tradujo, en un principio, en una reducción del endeudamiento público. En ninguno de los dos casos, sin embargo, la política fiscal fue de calidad y, por lo tanto, los buenos resultados muestran cierta fragilidad. En Brasil el gasto público en inversión y el social per cápita son bajos mientras la presión tributaria es ya muy alta. En la Argentina esta última también es alta y, a pesar de ello, el gobierno ha aumentado tanto el gasto, sobre todo debido a los crecientes subsidios, que debe recurrir al impuesto inflacionario. En ninguno de los dos casos, asimismo, el manejo financiero de la deuda pública ha sido eficiente. En Brasil los servicios de la deuda siguen siendo un peso muerto para el desarrollo, al tiempo que el gobierno carga con el costo fiscal de la esterilización. En la Argentina la falta de una política de deuda se traduce en imposibilidad de acceder a los mercados voluntarios de deuda para financiar al gobierno. Esto restringe los grados de libertad para atacar la inflación y condena a las autoridades a buscar fuentes heterodoxas de financiamiento, como los fondos que garantizan la sustentabilidad del esquema de pensiones.

Gráfico 14. Evolución de los superávits sectoriales (% del PBI)



Fuente: Elaboración propia en base a IADB, BCB e INDEC.

Una forma simple de evaluar los resultados macroeconómicos bajo estos regímenes e identificar desafíos de política es observar la trayectoria de los superávits de los sectores más importantes y su interrelación. El *Gráfico 14* muestra la evolución del superávit del sector público, el privado y el resto del mundo. Como la suma de estos tres superávits debe ser cero, el gráfico se presta para identificar qué sectores fueron financiadores netos y cuáles tomadores netos de fondos. Por otro lado, como el superávit es la diferencia entre el ahorro y la inversión es directo vincular las necesidades de financiamiento con lo que ocurre en el lado real de la economía.

En Brasil el gobierno muestra un déficit (superávit negativo) de forma permanente por más de una década, mientras que en la Argentina ocurre lo contrario a partir de la crisis de principios de los dos mil, aunque en los últimos años ese positivo resultado se deteriora de la mano de un muy fuerte aumento del gasto público. Como ya se señaló, esta evolución del balance público se da en el contexto de un espectacular incremento de la presión tributaria, que la ha llevado a estar por encima de lo que se espera para países de nivel de desarrollo similar al de la Argentina y Brasil. En Brasil existe el peligro de que persistan tasas de interés muy altas si no se hace un ajuste fiscal. En el caso de la Argentina se corre el riesgo de que la inflación devenga un rasgo permanente de la economía a causa de las necesidades de financiar un gasto público muy alto en términos históricos.

El superávit privado es la diferencia entre el ahorro y la inversión privados. Por ello, analizar su trayectoria es muy útil a la hora de evaluar la sostenibilidad del crecimiento. En Brasil el superávit del sector privado ha caído de manera significativa en los últimos años. Por lo tanto, no sorprende que esté aumentando el financiamiento proveniente del resto del mundo: nótese la empinada evolución de la línea, que representa el superávit del resto del mundo con Brasil. Un superávit privado bajo puede deberse tanto a una falta de ahorro como a una vigorosa dinámica inversora. Hemos visto que en Brasil el coeficiente de inversión es bajo y la propensión a consumir alta. No se está dando, por lo tanto, la mejor combinación para aumentar la productividad. Probablemente, las altas tasas de interés real asociadas con la política monetaria de objetivos de inflación junto con la alta presión tributaria y del gasto público se están conjugando para desplazar al gasto privado de inversión. La creciente apreciación cambiaria tampoco ayuda para promover los animal spirits en el sector transable.

En la Argentina, en tanto, en ausencia de déficit fiscal *sobra* superávit privado. Es por ello que, como se ve en el gráfico, la línea sigue un sendero opuesto al de Brasil: la Argentina es una financiadora neta del resto del mundo. ¿Cómo se observa esta evolución desde el punto de vista de la sostenibilidad? Siendo emergente, es razonable pensar que la Argentina tiene mucha necesidad de invertir en capital físico y humano. Sin embargo, la tasa de inversión es mediocre y, aún así, ha exportado capitales por valor de 32% de su PBI desde 2002 en adelante. Es una cifra que pone en blanco sobre negro el costo de un mal clima de inversión doméstico. Políticas fiscales y monetarias con alto grado de discrecionalidad en un contexto de plena dominancia fiscal actúan como una invitación a colocar los ahorros en el exterior. Por supuesto, el subdesarrollo financiero es un factor que actúa en igual sentido.

En el Brasil actual, de hecho, el déficit fiscal es financiado por el resto del mundo y el país está más expuesto que antes a una reversión en los flujos de capital. Esto último puede parecer paradójico ya que ocurre en un contexto en que el sector público redujo su endeudamiento externo. La explicación es simple: el sector pri-

vado toma fondos del exterior y se los presta internamente al sector público. Como la tasa de interés doméstica en Brasil es muy alta, una buena pregunta es por qué el sector público no toma directamente crédito en el exterior y se ahorra el costo de la intermediación doméstica. La respuesta puede ser que las entradas de capital toman en parte la forma de inversión extranjera directa o inversión de cartera. Por lo tanto, si el sector público tomara crédito en el exterior, aumentaría aún más la presión sobre el tipo de cambio. Una forma, entonces, de reducir la exposición financiera de Brasil sería reducir el déficit fiscal, lo cual se revertiría en un menor déficit de cuenta corriente, menor presión de la demanda de fondos públicos sobre el mercado doméstico y menores tasas de interés.

Es interesante notar que tanto la Argentina como Brasil generan de manera sistemática superávit de cuenta comercial. ¿Cómo es que Brasil, entonces, genera déficit de cuenta corriente? La respuesta, obviamente, es que tiene una balanza deficitaria en el rubro de servicios reales y financieros: las remesas de beneficios al exterior, los pagos de intereses sobre la deuda y gastos de turismo se degluten el superávit comercial y obligan, además, a recurrir al ahorro externo para cerrar la cuenta. Se ha ponderado mucho el hecho de que bajara la exposición financiera en dólares del sector público por la reducción de la deuda externa pública, lo cual es loable y cierto. Pero también es cierto que el sector privado demanda dólares, sea para servir deuda, sea para pagar dividendos.

Estos hechos no permiten descartar eventos de dominancia de la deuda en el futuro. Si Brasil experimentara una salida de capitales y, con ello, un aumento en las expectativas de depreciación ello se revertiría, probablemente, en un incremento muy sensible en el costo de la deuda pública. Está claro que las políticas de gestión de deuda y del perfil de la misma requieren tanta atención como en el pasado. En la Argentina la posible dominancia de la política de manejo de la deuda tampoco necesita de menos atención. El gobierno ha pasado a financiarse de manera creciente con el impuesto inflacionario y con colocaciones de deuda forzosa en la ANSES y otros organismos. Esto tuvo como resultado un creciente nivel de apreciación cambiaria, para evitar que una depreciación acelerara aún más la inflación. Si se produjera un shock negativo que aumentara la expectativa devaluatoria, se incrementaría la salida de capitales y el gobierno se vería en el dilema de depreciar o perder reservas. El financiamiento del sector público se complicaría en un escenario así.

Las políticas de autoseguro fueron muy beneficiosas si se las juzga a la luz del hecho de que no ha habido nuevas crisis externas y las autoridades de ambos países estuvieron en condiciones de amortiguar las consecuencias de la crisis *sub-prime*. La estrategia, no obstante, ha tenido costos importantes y su persistencia plantea cuestiones difíciles de resolver.

En el caso de Brasil es importante remarcar que el país acumuló más de 250.000 millones de dólares en reservas sin haber tenido superávit de cuenta corriente. Esto implica que financió la acumulación de dólares con fondos del exterior que entraron sea vía créditos, sea vía inversión de cartera o inversión extranjera directa. ¿Para qué mantener tantas reservas internacionales si el sector público bajó su exposición en dólares? La única respuesta sensata es que las reservas actúan como un seguro de liquidez en divisas para el sector privado y los inversionistas externos. En cierta medida, Brasil actúa como una empresa que toma fondos externos a ella para acumular caja y estar en condiciones de devolver rápidamente a sus acreedores... los fondos que tiene en caja sin invertir en activos físicos. La rentabilidad social de esta estrategia no parece alta.

La Argentina también acumuló cantidades importantes de reservas internacionales en su Banco Central, pero lo hizo en base a superávit de cuenta corriente y sin recurrir al endeudamiento. Esto parece mejor que la estrategia brasileña. Pero si se mira mejor no es muy diferente. La exposición en dólares del gobierno también bajó en la Argentina. Y, además, ni siquiera tiene entradas de capital como Brasil debido al mal clima de inversión. Entonces, ¿para qué guardar tantos dólares? Respuesta: para que el sector privado argentino cuente con suficiente liquidez externa si decide, abruptamente, aumentar la salida de capitales por encima del saldo de cuenta corriente. Así, en vista de que la política económica de la Argentina no ha logrado generar confianza suficiente como para que una mayor proporción del ahorro se convierta en inversión, las autoridades han optado por acumular reservas como para garantizarle al sector privado que podrá mandar capital al exterior sin problemas en caso de que las expectativas empeoren, sea por *shocks* a la seguridad jurídica, sea por factores internacionales exógenos. La evidencia empírica respecto de la importancia de este punto puede obtenerse observando la enorme salida de capitales que se produce luego de 2007 durante los siguientes eventos: el conflicto con el campo, la estatización del sistema de pensiones y el conflicto con el Banco Central.

IV. Reflexiones finales

Brasil está, en principio, más ordenado macroeconómicamente en el corto plazo que la Argentina: tiene una tasa de inflación menor y sus políticas monetarias son más previsibles. Pero es justamente este punto el que paradójicamente pone de manifiesto que los problemas de Brasil para garantizar el crecimiento sostenido son importantes: su desempeño de largo plazo es inferior al de la Argentina, un país macroeconómicamente desordenado y que pasó por una crisis severa.

Una nota muy negativa en el caso de la Argentina es que el mal clima de inversión hizo que buena parte de los superávit de cuenta corriente fueran utilizados por el sector privado para adquirir activos externos. Los argentinos ahorran pero no invierten lo suficiente porque no confían en las reglas de juego de su propio país. La Argentina tiene uno de los niveles per cápita más altos de tenencia de dólares billete en el mundo. En Brasil el clima de inversión es muy superior al de la Argentina. Por ello es posible conjeturar que en Brasil son los fundamentos económicos (precios relativos, mala infraestructura), más que la falta de seguridad jurídica, los que debilitan la inversión.

En Brasil, la combinación gasto público y tributación altos + tasas de interés altas + tipo de cambio poco competitivo da como resultado exactamente lo que se espera en base a la teoría macroeconómica más simple: baja inversión y baja competitividad externa. Como en buena medida la apreciación del tipo de cambio y las altas tasas de interés se deben al objetivo de mantener la inflación baja, puede concluirse que Brasil está pagando un precio alto en términos de crecimiento. Es muy difícil lograr al mismo tiempo una inflación baja, un gasto público alto y un crecimiento sostenido. Es probable que el crecimiento sostenido requiera de una combinación de políticas diferente.

El gasto público y la tributación en la Argentina se parecen a los de Brasil y la inflación es varias veces más alta ¿Será, entonces, que la combinación argentina de tributación alta, gasto público alto e inflación alta es superior para lograr el crecimiento? No parece, cuando se mira más de cerca. La Argentina está lejos de garantizar la sostenibilidad del crecimiento. En primer lugar, la Argentina retomó

el crecimiento de manera sostenida con una combinación de políticas muy distinta a la actual: el tipo de cambio era mucho más competitivo, la presión tributaria y el gasto eran menores, el superávit fiscal primario era mucho más alto y la inflación era sustancialmente más baja. Esta buena combinación comenzó a deteriorarse marcadamente en 2007. En segundo lugar, la tasa de inversión de la Argentina, con ser más alta que la brasileña, no deja de ser mediocre. Además, tiene baja proporción de maquinaria y equipo, reflejando las distorsiones que inducen la inflación y la manipulación de los precios relativos. En tercer lugar, la aceleración de la inflación con tipo de cambio *administrado* está apreciando la moneda en términos reales, con un resultado similar al brasileño sobre la competitividad y sin el beneficio de una inflación más baja. No sorprende que en la Argentina también esté cayendo el superávit comercial.

Una conclusión que surge de estos hechos es que, pesar de los logros en la primera década de los dos mil, sería difícil asegurar que los dos países grandes del cono sur encontraron regímenes de política fiscal, monetaria y de manejo de la deuda pública que son enteramente compatibles con el crecimiento sostenido. En particular, los regímenes vigentes no han mostrado gran capacidad para atacar dos cuestiones vitales para el crecimiento: la competitividad y la cuestión fiscal.

En el plano fiscal, el desafío que enfrenta la democracia regional parece que es cómo ser fiscalmente sensato sin sacrificar una meta clave: crecer sin excluir. Para crecer hay que invertir y para que el sector privado invierta no ayuda el hecho de tener una presión tributaria que no está en línea con el nivel de desarrollo. Para no excluir hay que invertir en la gente y en infraestructura social; hay que gastar bien. Hemos visto que el gasto social *per cápita* de Brasil es todavía menor al de la Argentina, aunque ha aumentado significativamente en los últimos años. Pero si bien aumentos del gasto social como el esfuerzo realizado con el Plan Familia son encomiables, lo cierto es que el gasto en el Plan Familia de menos de 1% del PBI y un nivel de inversión pública de 3% parecen magros cuando se los compara con pagos de intereses sobre la deuda pública que llevan a 7% del PBI. En la Argentina los servicios de la deuda pública absorben una proporción muy inferior del PBI. Pero la asignación en otros rubros no es mejor. Mientras la Asignación universal por hijo absorbe cerca de 1% del PBI, el gasto en subsidios poco transparentes e inequitativos en energía y transporte llegan a alrededor del 4%/5% del PBI. Ambos países tiene tareas por delante en el plano fiscal y de manejo de la deuda pública si es que desean combinar equidad con crecimiento.

También es largo el camino por recorrer en lo que hace a competitividad. Una debilidad compartida es que en ambos países, de la mano de la dinámica macroeconómica generada por el régimen de políticas vigentes, los precios y el tipo de cambio han evolucionado de forma tal que la competitividad del sector transable podría verse comprometida. Por supuesto, se trata de la competitividad vía costos y hay otros componentes de la competitividad que, de mejorar, podrían compensar esto.

En relación con esto quizás valdría la pena revalorizar el MERCOSUR. La exportación intra-regional tiene un sesgo hacia las actividades industriales en una situación en que la lógica natural de las ventajas comparativas está llevando a la primarización de Brasil y está reforzando la primarización que ya existía en la Argentina. Los primeros pasos hacia la integración de Brasil y la Argentina se dieron a finales de los ochenta cuando la crisis de la deuda empujó a ambos países a buscar nuevas formas de incrementar su competitividad sistémica y se reforzó en los noventa, la mejor etapa del MERCOSUR. La idea era simple: todos

los países que lograron crecer fuerte en la posguerra, lo hicieron en base a ganar escala y sofisticarse tecnológicamente en la producción industrial. Ese espíritu se perdió, pero la geografía es la misma y las oportunidades de integrar, digamos, a San Pablo con Buenos Aires y ganar escala y sofisticación aún están ahí. Es más, hoy se cuenta con más recursos que antes para invertir en el intento debido a los beneficios extraordinarios de los recursos naturales. Hay recursos suficientes para construir la infraestructura física y social que necesita el MERCOSUR para que el sector privado desarrolle su potencial en la región.

El MERCOSUR también puede ser un arma importante para apalancar la capacidad de presión internacional de la región, como forma de hacer escuchar la voz en lo que hace a los *efectos colaterales* de las políticas anticíclicas de los países avanzados. La Argentina y Brasil están en el G20, pero no hay una estrategia regional en el G20. Nótese que, sobre todo para Brasil, es crucial hacer escuchar su voz. En este momento es uno de los países que más sufre el *quantitative easing* norteamericano, que al crear liquidez excesiva incentiva la entrada de capitales y la apreciación cambiaria en Brasil. No en vano fue Mantega el que popularizó la expresión *guerra de monedas*. En este contexto, Brasil debe sufrir la competencia de la industria china sin poder mantener depreciada su moneda como sí lo hace el país asiático.

En suma, del análisis realizado surgen cuatro conclusiones que vale la pena enfatizar. Primero, más allá de éxitos indudables como la reducción de la tasa de inflación en Brasil y el crecimiento a *tasas chinas* en la Argentina, es posible señalar un conjunto de debilidades en la evolución de variables macroeconómicas clave que podrían, de no corregirse, devenir en obstáculos de significación tanto para la estabilidad macroeconómica como para el crecimiento sostenido. Segundo, ambos países están en este momento en condiciones muy superiores a las observadas en cualquier momento desde la crisis de la deuda para corregir las distorsiones porque los gobiernos disponen de más recursos y, por ende, cuentan con espacios de política macroeconómica potencialmente más amplios. Tercero, el mayor espacio de política es sólo potencial porque una mayor disponibilidad de recursos no es suficiente para ampliar el espacio de políticas macroeconómicas: además hay que tomar en cuenta las restricciones que coloca la economía política por la vía de la competencia entre la política macro y el resto de las políticas públicas. Los síntomas de la maldición de los recursos naturales no están totalmente ausentes. Existen distorsiones en la asignación del gasto público y un aumento muy significativo en la presión tributaria que no son enteramente independientes de los fenómenos de apropiación de renta.

La cuarta y última conclusión es que la evolución del tipo de cambio real en la actualidad también nos indica que habría que estar alerta ante la enfermedad holandesa. Con China e India creciendo y demandando recursos naturales, tanto la Argentina como Brasil tienen la opción de vivir de sus recursos naturales y abandonarse, adormilados, en los brazos de la enfermedad holandesa. J. J. Rousseau entró en los libros modernos de teoría de los juegos por haber planteado el dilema que enfrenta un individuo que debe elegir entre cazar un ciervo en cooperación con el resto de la tribu o dedicarse en soledad a cazar una liebre. La rentabilidad de cazar un ciervo es muy superior, pero hay que ponerse de acuerdo con el resto y creer que todos efectivamente colaborarán en la tarea. Cazar liebres es mucho menos rentable pero es más seguro: se puede hacer sólo y no hay que creer en nadie. Por eso, cuanto mayor la incertidumbre estratégica respecto de la conducta del socio, mayor la probabilidad de dedicarse a cazar liebres ¿Será que, a modo de festejo de los veinte años del MERCOSUR, nos vendría bien releer a Rousseau?

Referencias

Albrieu R. y Cetrángolo O. (2011), *Política fiscal en contextos volátiles. El caso de Argentina*. Mimeo, CEPAL, CEDES.

Baldacci E., Petrova, I., Belhocine, N. y Dobrescu G. (2011), *Assessing Fiscal Stress*. IMF working paper 11/100.

CEPAL (2009), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2008-2009*, CEPAL Santiago de Chile.

Damill M. y Frenkel R. (2010), *Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina*. Nuevos Documentos Cedec, 65.

Fanelli J.M. (2010), *Volatilidad, Ciclo y Política Fiscal en América Latina*. Mimeo, CEDES-CEPAL.

Laeven L. y Valencia F. (2008), *Systemic Banking Crises: A New Database*. IMF Working Paper 08/224.

Luporini V. (2010), *Macroeconomic Volatility and Policy Response: the Case of Brazil*, Mimeo, CEPAL.

Meirelles H. (2003), Carta Aberta ao Ministro da Fazenda <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>

Togo E. (2007), *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies. An Analytical Framework*, Policy Research Working Paper N° 4369, The World Bank, 2007.

World Bank (2007), *Managing public debt. From Diagnosis to implementation*.

Wulf Gobetti S. y Patta Schettini B. (2010), *Dívida Líquida e Dívida Bruta: Uma Abordagem Integrada para Analisar a Trajetória e o Custo do Endividamento Brasileiro*, IPEA Texto para Discussão 1514.