

Dilemas macroeconómicos de Brasil

*Federico Steinberg**

Tema: Brasil se enfrenta a una incómoda disyuntiva. Aceptar la apreciación de su moneda, lo que tiene efectos sobre la competitividad-precio de sus exportaciones y amenaza con re-primarizar su economía, o intervenir en los mercados cambiarios y aceptar la inflación, que también mina su competitividad y puede dar lugar a un excesivo recalentamiento de su economía que termine con una crisis.

Resumen: La economía brasileña se enfrenta a un dilema. Si deja que sea el mercado quien determine libremente el tipo de cambio de su moneda (como ha venido haciendo, con ciertas excepciones, durante los últimos años), su sector exportador, que es clave en su crecimiento, se resentirá, especialmente las actividades manufactureras e industriales que añaden más valor añadido. Pero si interviene para frenar dicha apreciación –como por ejemplo hace China–, aumentará la oferta monetaria y acelerará la inflación. Este artículo analiza las opciones de política económica que enfrenta la potencia latinoamericana para hacer que su crecimiento sea cada vez más sostenible y diversificado.

Análisis:

Introducción

Brasil está de moda. En un contexto de desaceleración económica mundial el gigante latinoamericano ha crecido al 7% en 2010 y, según las previsiones del FMI, aunque su economía se desaceleró a finales de 2011, crecerá por encima del 3,5% en 2012. Ha desarrollado un admirado modelo inclusivo de desarrollo que demuestra que es posible crecer, reducir la pobreza y distribuir la renta al tiempo que se diversifica la estructura productiva y se consolida una clase media que, al consumir, actúa como amortiguador de los *shocks* externos. Además, su estabilidad política atrae la inversión internacional y contribuye a que se consolide como líder regional y como un actor cada vez más importante de la geopolítica internacional.

Sin embargo, Brasil corre el riesgo de morir de éxito. Su economía se está recalentando a gran velocidad, la inflación está creciendo (se sitúa ya por encima del 7%) y su tipo de cambio se está apreciando, lo que perjudica sus exportaciones y podría frenar la exitosa diversificación de su sector exterior y re-primarizar su estructura productiva. Más allá del hasta cierto punto lógico recalentamiento que cualquier economía que crece y se

* Investigador principal de Economía Internacional, Real Instituto Elcano, y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid.

desarrolla experimenta, Brasil está siendo víctima de la guerra de divisas internacional y de las políticas monetarias ultra-expansivas de EEUU. Gran parte del exceso de liquidez global fluye hacia Brasil en forma de inversión en cartera a corto plazo, lo que está generando burbujas en los mercados de activos y abre la puerta a que se produzca una reversión súbita de los flujos de capital que podría desencadenar una crisis financiera (lo que los economistas llaman un *sudden stop*). Como veremos, la variable clave para analizar estos problemas es el tipo de cambio, y más concretamente el tipo de cambio efectivo real. Una economía que crece debe asumir como inevitable que el tipo de cambio efectivo real de su moneda subirá a largo plazo para reflejar su mayor riqueza y poder adquisitivo. El problema es que, en el caso de Brasil, esto está sucediendo demasiado rápido debido a factores externos que están fuera del control de las autoridades. Esto hace que el gobierno de la presidenta Rousseff se enfrente a difíciles dilemas de política económica, que además se ven complicados por la desaceleración global.

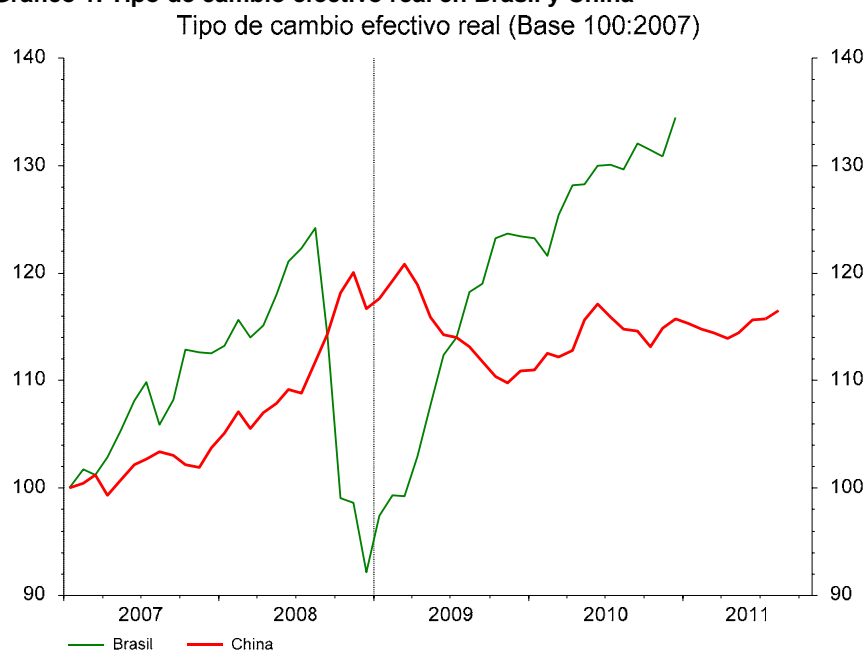
Ante esta situación, Brasil se enfrenta a una paradoja. Si deja que sea el mercado quien determine libremente el tipo de cambio de su moneda (como ha venido haciendo, con ciertas excepciones, durante los últimos años), su sector exportador, que es clave en su crecimiento, se resentirá, especialmente las actividades manufactureras e industriales que añaden más valor añadido. Pero si interviene para frenar dicha apreciación –como hace, por ejemplo, China–, aumentará la oferta monetaria y acelerará la inflación (a menos que la intervención sea esterilizada). Además, dicha intervención llevará a un aumento de las reservas internacionales de dólares o euros (que el Banco Central adquirirá a cambio de los reales que emita), dos monedas que en el actual contexto parece que tenderán a depreciarse, generando a las autoridades pérdidas de capital.

Por lo tanto, mientras no se produzca una reforma del Sistema Monetario Internacional (SMI) que modifique el papel del dólar como moneda central del sistema, Brasil tendrá que “torear” utilizando los limitados instrumentos de política económica con los que cuenta, entre los que destacan modificaciones de los tipos de interés y la política fiscal, controles de capital o impuestos selectivos para modificar los incentivos de importadores y exportadores. Esos son los temas que analizamos a continuación.

El tipo de cambio como termómetro

El real brasileño es una de las monedas que más se ha apreciado desde la caída que todas las divisas salvo el dólar experimentaron tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Como muestra el Gráfico 1, el real ha ganado más de un 40% desde 2009, aunque recientemente ha tendido a estabilizarse (el tipo de cambio efectivo real del yuan chino, que también se muestra en el Gráfico, se mantiene mucho más estable a pesar del fuerte crecimiento chino por las intervenciones y los controles de capital del gobierno). Otras monedas que han sufrido apreciaciones similares son el franco suizo y el yen japonés, lo que ha llevado a sus bancos centrales a intervenir agresivamente en los mercados cambiarios para que la fortaleza de sus divisas no perjudiquen las exportaciones.

Gráfico 1. Tipo de cambio efectivo real en Brasil y China



Dos son las fuerzas que empujan al real brasileño hacia arriba. La primera es estructural, lógica e inevitable: su propio crecimiento y desarrollo. La segunda es coyuntural y tiene que ver con la guerra de divisas y con la irracionalidad de los mercados financieros: las entradas de capital que proviene de las políticas monetarias y cambiarias en las principales potencias. Si bien Brasil debe aceptar como inevitable una apreciación de su tipo de cambio efectivo real a largo plazo (e incluso reconocer que será positivo para el bienestar de su población porque aumentará el poder adquisitivo), tiene legítimos motivos para querer suavizar la parte de la apreciación que tiene que ver con factores externos que caen fuera de su control, así como para solicitar la cooperación internacional para hacerlo. Ello explica que Guido Mantega, el ministro de Finanzas de Brasil, sea quien más a menudo se haya referido a los peligros de la guerra de divisas y a la necesidad de reformar el SMI. El problema, como veremos, es que como existen pocas probabilidades de alcanzar acuerdos internacionales para evitar las devaluaciones competitivas, Brasil se ve obligado a adoptar medidas de política económica internas para suavizar la apreciación del real que no están no están exentas de inconvenientes (y que además han sido criticadas por la comunidad internacional, sobre todo cuando son heterodoxas).

El mecanismo que genera la apreciación del real es el siguiente: como la recuperación está siendo mucho más rápida en el mundo emergente que en el desarrollado, se están produciendo importantes flujos de capital hacia estos países (entre los que está Brasil), que ofrecen rentabilidades esperadas para la inversión muy superiores a las de los países desarrollados, tanto en depósitos bancarios como activos de mayor riesgo. China es capaz de evitar que estos flujos de capital le causen demasiados problemas internos porque mantiene fuertes controles de capital y además no permite que su moneda se aprecie. Pero si EEUU continúa aumentando la liquidez para luchar contra el riesgo de deflación y la persistencia del desempleo, dichos flujos se incrementarán. Esto perjudicaría especialmente a los países con buenas perspectivas de crecimiento (y

especialmente a Brasil) que hasta hace poco no tenían controles de capital y dejaban que sus monedas fluctuasen libremente.¹

Como hemos visto, las entradas de capital están ejerciendo una fuerte presión al alza sobre el tipo de cambio efectivo real de Brasil, lo que afecta negativamente a sus exportaciones y está aumentando su déficit por cuenta corriente (que todavía es pequeño pero alcanzó el 2,3% sobre el PIB en 2011). Asimismo, el consumo interno y las entradas de capital también están acelerando la inflación, que ya supera el 7% (véase el Gráfico 2).

Gráfico 2. Déficit por cuenta corriente e inflación en Brasil
Deficit pcc e Inflación Brasil



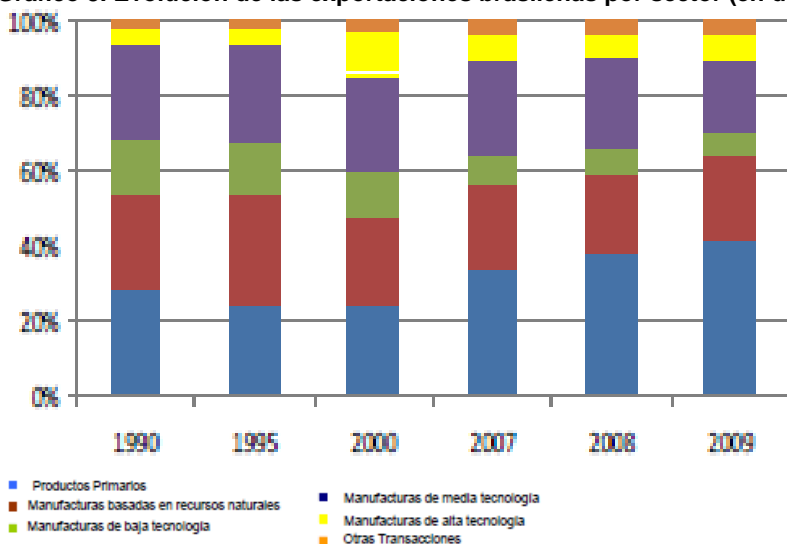
Tener un déficit exterior creciente incluso en un contexto de altos precios de los productos primarios (que suponen más del 40% de sus exportaciones) y de mejora de la relación real de intercambio resulta preocupante porque si la inflación y el déficit por cuenta corriente continúan creciendo, Brasil podría verse sorprendido por un súbito cambio de expectativas y salida de capitales, que podría dar lugar a una crisis financiera como las que los países emergentes ya sufrieron en los años 90.

Pero aunque esta crisis financiera no llegue a producirse, la rápida apreciación del tipo de cambio presenta un problema adicional a largo plazo: amenaza con re-primarizar la economía brasileña y revertir años de exitosos esfuerzos por convertir al país en un líder en la exportación de bienes de alto valor añadido. Ello se debe a que un tipo de cambio apreciado reduce la competitividad precio de aquellos productos industriales en los que en las últimas décadas se habían logrado ventajas comparativas gracias a las políticas industriales activas pero no tanto la de las materias primas, en las que Brasil tiene una ventaja comparativa enorme y que, además, cuentan con una fuerte demanda de países como China. Como muestra el Gráfico 3, las exportaciones de materias primas brasileñas sobre el total de exportaciones cayeron en los años 90 del siglo pasado pero han vuelto a crecer (y con mucha fuerza) durante los últimos años. Esto preocupa a las autoridades

¹ Parte de esta liquidez también termina invertida en francos suizos y en oro y otras *commodities*.

porque, aunque es evidente que Brasil debe continuar siendo una potencia exportadora de materias primas, las ganancias de productividad y los avances tecnológicos son más fáciles de conseguir en los bienes industriales que en los agrícolas, como demuestran las experiencias de desarrollo de Japón y Corea del Sur.

Gráfico 3. Evolución de las exportaciones brasileñas por sector (en dólares constantes)



Fuente: J.L. Machinea (2010), "América Latina en Busca del tiempo perdido", mimeografiado, Madrid.

¿Qué se puede hacer?

Parte de los problemas cambiarios de Brasil se solucionarían si la hegemonía del dólar en el SMI diera lugar a un sistema multi divisas o al uso de algún tipo de cuasi-dinero global como los Derechos Especiales de Giro. Si así fuera, las externalidades negativas de la política monetaria estadounidense se harían mucho más leves y EEUU ya no podría mantener políticas económicas tan irresponsables, lo que reduciría los desequilibrios macroeconómicos globales y los flujos de capital hacia Brasil y otros países emergentes. Esto no haría que el real dejara de apreciarse, pero ayudaría a que lo hiciera de una forma más lenta y menos distorsionante. Sin embargo, tanto la reforma (pactada) del SMI como el auge de monedas alternativas al dólar enfrentan serias dificultades.

Por el momento, el G-20 no ha sido capaz de lograr avances consensuados en esta materia. Francia ha propuesto abrir el debate bajo su Presidencia del G-20 de 2011, pero no ha logrado liderar cambios significativos, sobre todo porque EEUU no ha estado dispuesto a abandonar la posición de privilegio del dólar. Por otra parte, aunque el dólar tiene cada vez más problemas como moneda ancla del sistema, las alternativas (euro y yuan) tampoco están exentas de problemas. Como muestra la crisis de deuda soberana iniciada en la zona euro en 2010, en su configuración actual, el euro tiene importantes limitaciones. Sus mercados de deuda no son suficientemente líquidos ni profundos, tiene importantes deficiencias en su estructura de gobernanza y es una moneda huérfana, sin un Estado ni un ejército que la proteja. Por su parte, el yuan chino, que en los últimos años ha acelerado su incipiente proceso de internacionalización, y consecuentemente está llamado a jugar un papel importante en el SMI en el futuro, no entrará a competir con el dólar y el euro hasta que no sea plenamente convertible y el sistema financiero chino se abra al exterior.

Ello obliga a Brasil a utilizar instrumentos de política económica internos, pero para ello debe enfrentarse a varios dilemas. Por una parte, para contener la inflación y enfriar la economía puede subir los tipos de interés. Sin embargo, si lo hace atraerá todavía más capitales del exterior, lo que apreciará aún más su tipo de cambio. Esto hace que la contracción fiscal sea una mejor alternativa para reducir la demanda interna (y con ella las importaciones y la inflación). Sin embargo, justificar una contracción del gasto público en un país con necesidades sociales tan grandes como Brasil resulta problemático, sobre todo para un gobierno de izquierdas. Aún así, desde su llegada a la presidencia en 2010, Rousseff ha optado por realizar una política fiscal contracíclica aprovechando el alto crecimiento de la economía brasileña. Sin embargo, desde que la coyuntura económica global se deterioró en verano de 2011, ha modificado esta política. El Banco Central incluso ha bajado los tipos de interés para evitar que la desaceleración en Europa y EEUU frene el crecimiento de Brasil. La bajada de tipos ha contribuido a frenar la entrada de capitales y estabilizar el tipo de cambio, pero podría alimentar la inflación.

La otra alternativa de política económica (que puede ser combinada con las expuestas arriba) es intervenir directamente sobre el mercado cambiario o las entradas de capital. Aunque Brasil tiene un tipo de cambio flexible, su Banco Central puede adquirir moneda extranjera mediante la creación de moneda nacional, lo que tenderá a depreciar el real. Pero esta política (que es la que tienden a utilizar los países asiáticos que hacen flotación sucia y recientemente ha empleado Suiza para depreciar el franco) tiene dos problemas. Primero, es inflacionista porque la nueva creación de dinero aumenta la oferta monetaria y con ella los precios a largo plazo (la intervención podría esterilizarse mediante la venta de bonos para drenar liquidez del sistema, pero eso supone asumir pérdidas en el balance del Banco Central ya que el interés de los bonos estadounidenses que se acumulan al intervenir en el mercado cambiario es sustancialmente menor al de la deuda brasileña que se vende cuando se esteriliza la intervención cambiaria). Segundo, porque acumular reservas tiene un elevado coste de oportunidad, especialmente en países con grandes necesidades sociales y de infraestructuras como Brasil. Aún así, el hecho de que Brasil haya acumulado ya unas reservas internacionales de más de 350.000 millones de dólares demuestra que también se está utilizando la intervención en el mercado cambiario, aunque sea de forma esporádica.

Por último, las autoridades pueden optar (y ya lo han hecho) por imponer controles de capital para limitar su entrada. Se ha establecido un impuesto, primero del 2% y posteriormente del 4% sobre las entradas de capital no productivo (no sobre la inversión directa extranjera que tiene una vocación de permanencia a largo plazo). De hecho, el propio FMI, que tan crítico fue con los controles de capital en las últimas décadas, parece bendecir ahora estas prácticas como medida preventiva contra el recalentamiento de las economías de los países emergentes. En todo caso, parece claro que Brasil está legitimado para utilizarlo ya que es uno de los instrumentos más efectivos que tiene a corto plazo para contrarrestar la apreciación del real y frenar la inflación y la aparición de burbujas de activos (además le sirve para aumentar su recaudación fiscal). Aún así, hay que reconocer que su efectividad es limitada porque existen formas de evadir el impuesto y, aunque este se pague, es un desincentivo en el margen, no una prohibición a la entrada de capital especulativo.

Conclusión: Como hemos visto, Brasil se enfrenta a una incómoda disyuntiva. Aceptar la apreciación de su moneda, lo que tiene efectos sobre la competitividad-precio de sus exportaciones y amenaza con re-primarizar su economía, o intervenir en los mercados

cambiarlos y aceptar la inflación, que también mina su competitividad y puede dar lugar a un excesivo recalentamiento de su economía que termine con una crisis.

Por el momento, está adoptando un enfoque pragmático y flexible que combina varios instrumentos para intentar suavizar la apreciación de su moneda, desde políticas monetarias y fiscales hasta impuestos a la entrada de capital pasando por la intervención directa en el mercado cambiario. Al mismo tiempo, se ha sumado (sin éxito) a otras potencias emergentes y a Francia para proponer una reforma en el SMI que termine con el papel hegemónico del dólar, ya que las externalidades negativas de las políticas monetarias expansivas de EEUU son una de las principales causas de la apreciación del real brasileño.

Por lo tanto, la paradoja a la que se enfrenta Brasil es que había aceptado jugar limpio y según las reglas de la globalización financiera (lo que suponía dejar flotar su moneda libremente y no poner restricciones al movimiento de capitales) y se ha dado cuenta de que esa política entrañaba graves riesgos. Eran precisamente aquellos países que dictaron esas reglas (incluido EEUU) quienes se habían enfrascados en una guerra de divisas que tenía (y tiene) a Brasil como su principal víctima. Desde entonces, sin renunciar a ser una potencia constructiva y responsable en la nueva gobernanza de la economía mundial, Brasil ha optado por tomar una actitud más pragmática y utilizar todo tipo de instrumentos como armas defensivas en la guerra de divisas.

Federico Steinberg

Investigador principal de Economía Internacional, Real Instituto Elcano, y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid