

El régimen de metas de inflación en Brasil: Evaluación y lecciones de política para los países latinoamericanos

Márcio Garcia

Centro de Ciencias Sociales
y Departamento de Economía
de la Pontificia Universidad
Católica de Rio de Janeiro.
<mgarcia@econ.puc.rio.br>

1. Introducción

En este ensayo se analiza la experiencia de Brasil al aplicar un régimen de metas de inflación. El trabajo se inicia evaluando la experiencia de los países con mercados emergentes que han cambiado a una política monetaria de metas de inflación. A continuación se describe la experiencia brasileña en la materia. Posteriormente se evalúa esa experiencia y se delinear las enseñanzas que se desprenden de ella. Por último, se analizan los retos que subsisten para que Brasil alcance un crecimiento sostenido con baja inflación.

2. Las metas de inflación en los países emergentes

No existe una definición única del régimen de metas de inflación (MI). Mishkin (2004) define de manera formal las MI como integradas por cinco componentes:

- 1) Anuncio público de metas para la inflación a mediano plazo expresadas numéricamente
- 2) Compromiso institucional con la estabilidad de precios como el objetivo principal de la política monetaria
- 3) Estrategia, que incluya la información al público, en la cual muchas variables, y no sólo los agregados monetarios o el tipo de cambio, se usan para decidir el uso de los instrumentos de política monetaria.
- 4) Mayor transparencia en la estrategia de la política monetaria mediante la comunicación con el público y con los mercados acerca de los planes, los objetivos y las decisiones de las autoridades monetarias; y,
- 5) Confianza y prestigio crecientes en el Banco Central para alcanzar sus objetivos inflacionarios.

De acuerdo con las Perspectivas de la Economía Mundial, septiembre de 2005 (FMI [2005]), las principales diferencias entre las metas de inflación y otros regímenes son las dos siguientes:

- 1) Los bancos centrales tienen el mandato y se comprometen a una meta de inflación numérica única, que puede ser un nivel o un rango de inflación anual. Fijar una meta única para la inflación destaca el hecho de que la estabilización de precios es la prin-

cipal preocupación de la estrategia. La especificación numérica proporciona una guía para lo que las autoridades entienden como estabilidad de precios.

- 2) El pronóstico de la inflación para cierto horizonte es de hecho la meta intermedia de la política monetaria. Por esta razón el régimen de metas de inflación se conoce a veces como de “metas del pronóstico de inflación” (Svensson, 1998). Dado que la inflación en el corto plazo está predeterminada por los contratos vigentes de precios y salarios o la indización a la inflación pasada, la política monetaria sólo puede influir en la inflación futura esperada. Mediante la alteración de las condiciones monetarias en respuesta a información nueva, los bancos centrales influyen en la inflación esperada y la hacen converger con el transcurso del tiempo con la meta inflacionaria, lo que puede hacer que la inflación observada converja hacia la meta.

Una síntesis de estas dos definiciones de las MI se puede encontrar en el comentario de John Taylor al señalar que la principal diferencia entre las MI y otros regímenes de política monetaria, por ejemplo las metas de agregados de tipo de cambio o de agregados monetarios, es que las MI usan toda la información contenida en las variables macroeconómicas para fijar la tasa de interés básica, mientras otros regímenes solamente usan una parte de la información disponible para determinar la tasa de interés. En un trabajo seminal (Taylor [1999]), se estudian las reglas implícitas en los regímenes de política monetaria de Estados Unidos desde 1880. Se señalan las características que debieran tener las buenas reglas de política monetaria en Estados Unidos, por ejemplo:

...responder a la inflación y a la producción real más agresivamente que durante los años sesenta y setenta o que durante el patrón oro internacional – y reaccionar de manera más parecida a lo sucedido a fines de los ochenta y los noventa. Usar toda la información para fijar de manera apropiada las tasas de interés para orientar las expectativas inflacionarias parece ser la clave a las estrategias de política monetaria exitosas. Las MI es una forma de alcanzarlo.¹

En septiembre de 2005, un total de 21 países habían adoptado las MI como su estrategia de política monetaria: 8 eran países industriales y 13 eran economías emergentes (FMI [2005]). En el cuadro 1 se enlistan los países que aplican MI así como otra información relevante acerca de cómo las se aplican en esos países (en él se reproduce el Cuadro 4.1 del Informe del FMI citado).

1. En última instancia el régimen de metas monetarias se basa en la administración de las expectativas del público. Su fortaleza para obtener el éxito es, finalmente, alcanzar la convergencia de las expectativas con la meta. Por tanto, con ese propósito, quiénes diseñan y aplican la política procesan toda la información relevante que esté disponible en un ambiente altamente comunicativo y transparente.

Cuadro 1
Países que aplican un régimen de metas de inflación

	Fecha de adopción del régimen	Meta numérica única=inflación	Meta de inflación Actual (porcentajes)	Proceso de pronóstico	Publicación de pronóstico
Países de mercados emergentes					
Israel	1997:T2	SI	1-3	SI	SI
República Checa	1998:T1	SI	3 (+/-1)	SI	SI
Corea	1998:T2	SI	2,5-3,5	SI	SI
Polonia	1999:T1	SI	2,5 (+/-1)	SI	SI
Brasil	1999:T2	SI	4,5 (+/-2,5)	SI	SI
Chile	1999:T3	SI	2-4	SI	SI
Colombia	1999:T3	SI	5 (+/-0,5)	SI	SI
Sudáfrica	2000:T1	SI	3-6	SI	SI
Tailandia	2000:T2	SI	0-3,5	SI	SI
México	2001:T1	SI	3 (+/-1)	SI	NO
Hungría	2001:T3	SI	3,5 (+/-1)	SI	SI
Perú	2002:T1	SI	2,5 (+/-1)	SI	SI
Filipinas	2002:T1	SI	5-6	SI	SI
Países Industriales					
Nueva Zelanda	1990:T1	SI	1-3	SI	SI
Canadá	1991:T1	SI	1-3	SI	SI
Reino Unido	1992:T4	SI	2	SI	SI
Australia	1993:T1	SI	2-3	SI	SI
Suecia	1993:T1	SI	2 (+/-1)	SI	SI
Suiza	2000:T1	SI	<2	SI	SI
Islandia	2001:T1	SI	2,5	SI	SI
Noruega	2001:T1	SI	2,5	SI	SI

Fuente: Autoridades Nacionales.

Tomado de: *Perspectivas de la Economía Mundial*, septiembre de 2005, Fondo Monetario Internacional, 2005.

Frecuentemente se considera que el régimen de metas de inflación es más difícil de aplicar en los países de economía emergente básicamente por cinco razones (Mishkin [2004], Fraga, Golfajn y Minella [2003]):

- 1) Los países de economía emergente por lo general tienen instituciones fiscales débiles, lo que conduce a la *dominancia fiscal*, es decir, la falta de capacidad para aumentar independientemente la tasa de interés sin tener un efecto fiscal negativo.
- 2) Los países de economía emergente casi siempre tienen instituciones financieras débiles, lo que conduce a la *dominancia financiera*, es decir, la falta de capacidad para elevar libremente las tasas de interés debido al temor de provocar una bancarrota generalizada de instituciones financieras. Esto también incluye insuficiente regulación prudencial y pobre supervisión.

- 3) Las instituciones monetarias de los países de economía emergente carecen de credibilidad, lo que también puede exigir una alta tasa de interés para alcanzar la meta inflacionaria, lo que tiene efectos negativos en el crecimiento de la producción.
- 4) Muchos países de economía emergente padecen una sustitución de moneda y una dolarización de pasivos, las cuáles pueden obstaculizar la capacidad para permitir la flotación del tipo de cambio. Puede surgir el miedo a la flotación (Calvo y Reinhart [2002]).
- 5) Los países de economía emergente son muy vulnerables a la salida de flujos de capital. Los grandes choques externos causan daños muy graves a las economías emergentes, un fenómeno conocido como parada súbita (Calvo y Reinhart [2000], Calvo, Izquierdo y Mejia [2004]). Fraga, Goldfajn y Minella [2003] lo denominan *dominancia externa*.

Aunque solamente algunos de todos los factores antes mencionados sean verdaderos para ciertos países, una evaluación de la experiencia de los países de economía emergentes que han optado por una estrategia de metas inflacionarias parecer ser favorable a las MI. A pesar de la brevedad del tiempo transcurrido desde la adopción de este régimen por los países de economía emergente, el Fondo Monetario Internacional en su publicación semestral "Perspectivas de la Economía Mundial" (FMI [2005]), se señalan unas cuantas conclusiones respecto al desempeño de las MI en los países emergentes, respecto a los no emergentes con MI:

La fijación de metas de inflación parece haber traído aparejados un nivel de inflación más bajo, menores expectativas inflacionarias y una menor volatilidad de la tasa de inflación en comparación con los registrados en los países que no han adoptado este sistema. No se han verificado efectos adversos visibles en el producto, y el desempeño en otros planos –como la volatilidad de las tasas de interés, el tipo de cambio y las reservas internacionales– también ha sido favorable. (p199).

A continuación me referiré a la experiencia brasileña con el régimen de metas de inflación.

3. Descripción de la experiencia brasileña

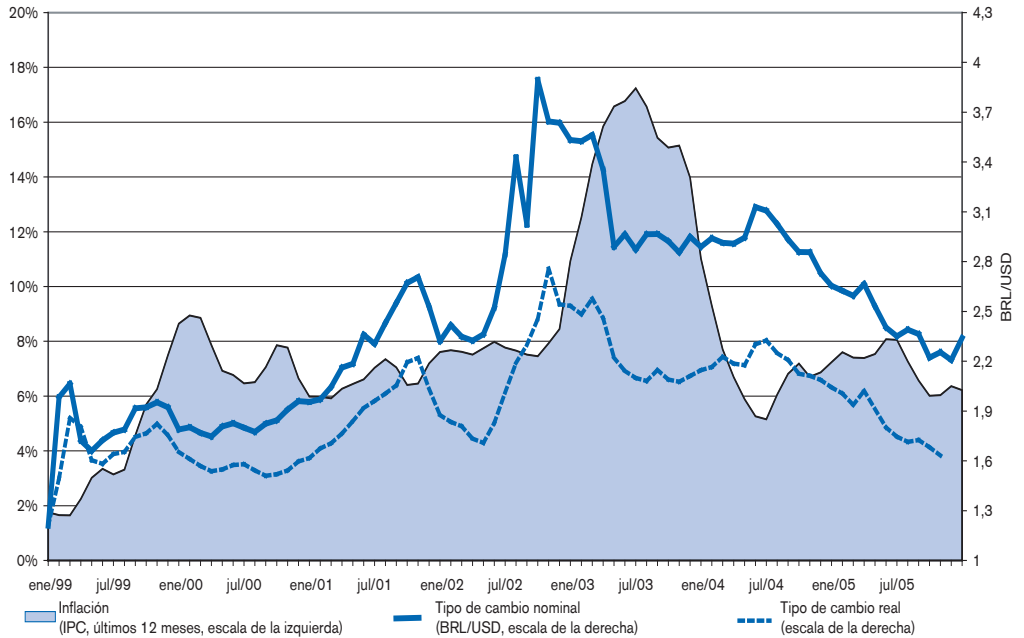
1999 Un nacimiento difícil

En mayo de 1999 Brasil adoptó el régimen de metas de inflación como una manera de combatir el choque inflacionario que se originó en el colapso del régimen de tipo de cambio (de ajuste gradual o *crawling peg*) que existió desde 1995 hasta el 13 de enero de 1999. La gráfica 1 muestra que en enero de 1999, la tasa de cambio nominal brincó de 1.21 reales brasileños por dólar estadounidense (BRL/USD) a 1.98 BRL/USD. En esos días existía un temor generalizado de que un resurgimiento inflacionario reavivara la indización de los precios y la inflación. Se consideraba que el régimen de metas de inflación era la única opción para la política monetaria. Un economista famoso y bromista comentó en ese momento que además de las MI, solo quedaba por aplicar el enfoque NIKE™.² En

2. "¡Solo hágalo!"

última instancia, el tipo de cambio acababa de flotar después de varios ataques especulativos y los regímenes basados en agregados monetarios habían perdido mucho de su anterior prestigio mundial debido a la inestabilidad en la demanda de dinero provocada por las innovaciones financieras. Aún más, en un país con una hiperinflación histórica, los regímenes monetarios brasileños nunca habían mostrado ser exitosos y podrían ser menos creíbles que las metas de inflación.

Gráfica 1
Tipo de cambio nominal y real comparada con la inflación (IPC)



El Banco Central do Brasil (BCB) decidió aplicar el régimen de metas inflacionarias con todo el bombo y platillo que caracterizaron el funcionamiento de las MI en Inglaterra, incluyendo la publicación del “Informe de Inflación” trimestral. El gobernador del BCB y el grupo directamente involucrado en su aplicación (Bogdanski, Tombini y Werlang [2000]) documentaron muy bien esta fase temprana de la experiencia brasileña. Entre otras cosas, el lanzamiento del nuevo régimen monetario requirió que el BCB creara un departamento de investigación que desde entonces ha permanecido muy activo. Posteriormente, el BCB empezó a reunir las proyecciones comerciales de las principales variables macroeconómicas para calibrar el efecto de la política monetaria en las expectativas. Estas proyecciones (que aquí llamaremos pronósticos de consenso) son una manera muy adecuada del BCB para verificar si sus acciones afectan, o no, las expectativas. La introducción de las MI seguramente mejoró las habilidades técnicas del BCB.

La ley que creó el régimen de metas de inflación en Brasil establece que el Consejo Monetario Nacional (CMN)³ fije a mitad del año fiscal las metas para los próximos dos años. Por lo tanto, el 30 de junio de 1999, el CMN decidió fijar una escala decreciente para las metas inflacionarias: 8% para 1999, 6% para 2000 y 4% para 2001, con una banda de

3. El Ministro de Finanzas, el Ministro de Planeación y el Gobernador del BCB integran el Consejo Monetario Nacional.

2% para cada sentido. Durante el primer año la intensa actividad del BCB –véanse en la gráfica 2 las altas tasas de interés nominales y reales– condujeron la inflación a menos de 9%, por debajo del límite superior de 10% pero arriba de la meta central de 8%. A diferencia de las importantes recesiones que ocurrieron en los países que devaluaron después de la Crisis Asiática, el crecimiento del PIB brasileño fue positivo en el período inmediato posterior. El cuadro 2 resume el comportamiento de las MI, en lo referente a la inflación y al crecimiento del PIB. El primer año de las MI terminó bastante bien si se toma en cuenta los temores de alta inflación y recesión que se tenían inmediatamente después del colapso del tipo de cambio vinculado.

3.2. 2000 Esperanzas grandiosas

Hasta la fecha, el mejor año para el régimen de metas de inflación fue 2000. Navegando en el fin del mercado mundial en crecimiento, la inflación estuvo, por única vez, por debajo de la meta (5.97%, véase el Cuadro 2) y el crecimiento del PIB alcanzó 4.36%. El BCB fue capaz para disminuir de manera repetida la tasa de interés Selic a lo largo de todo el año (Véase la Gráfica 2) y el tipo de cambio real se mantuvo bastante estable (véase la gráfica 1). Se generó una alta expectativa de que Brasil hubiera resuelto el problema de la inflación y se encontrara en el umbral de un período de crecimiento sostenido con baja inflación.

Cuadro 2
Comportamiento de Brasil durante el régimen de metas de inflación

Año	Fecha en que se establece	Meta	Inflación (índice de precios al consumidor)	Crecimiento del PIB
1999	30/6/1999	8.00% ± 2.00%	8.94%	0.79%
2000	30/6/1999	6.00% ± 2.00%	5.97%	4.36%
2001	30/6/1999	4.00% ± 2.00%	7.67%	1.31%
2002	28/6/2000	3.50% ± 2.00%	12.53%	1.93%
2003	28/6/2001	3.25% ± 2.00%	-	-
2003*	28/6/2001	4.00% ± 2.50%	-	-
2003*	27/6/2002	8.50% ± 2.50%	9.30%	0.54%
2004	21/1/2003	3.75% ± 2.50%	-	-
2004*	27/6/2002	5.50% ± 2.50%	7.60%	4.94%
2005	25/3/2003	4.50% ± 2.50%	-	-
2005**	23/9/2004	5.10% ± 2.50%	5.69%	2.41%***
2006	30/6/2004	4.50% ± 2.00%	4.54%***	3.44%***
2007	22/6/2005	4.50% ± 2.00%	4.55%***	3.62%***

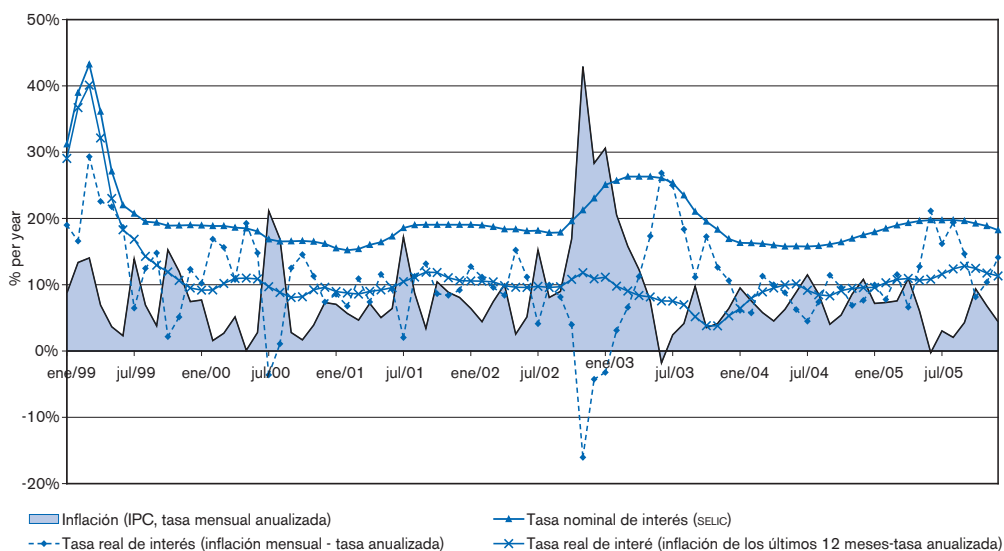
* Metas revisadas.

** Objetivo.

*** Pronósticos de consumo (promedio) en enero 6 de 2006.

Gráfica 2

Tasa de interés nominal y real comparada con la inflación (IPC)



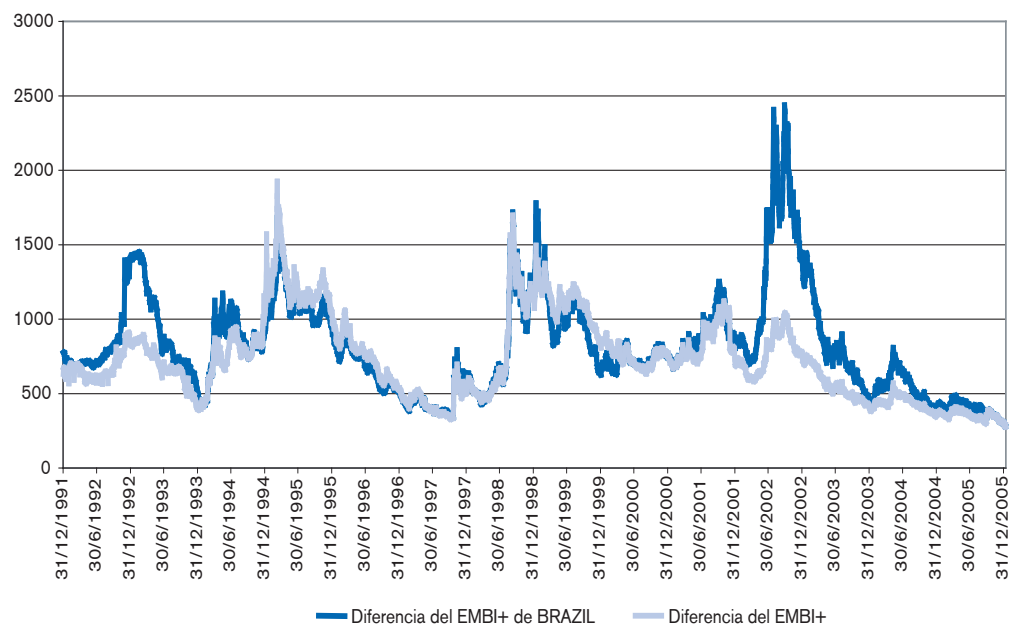
2001 Primeros obstáculos internos e internacionales

Desafortunadamente una serie de acontecimientos nacionales e internacionales restringieron la posibilidad de volver a generar crecimiento económico. En lo interno se presentaron la crisis de la energía y los desarreglos políticos en la coalición gobernante. En lo internacional, se percibió claramente que la economía estadounidense estaba entrando en recesión y la crisis Argentina empeoró notablemente, contagiando al Brasil. Después de marzo de 2001, fue claro que los buenos tiempos habían terminado. El riesgo país medido por la diferencia del EMBI+ de Brasil⁴ (véase la gráfica 3) empezó a mostrar una tendencia al alza. Las tasas de interés internas también reaccionaron después de haber alcanzado un breve valle de 15.25% en enero de 2001. La tasa Selic se elevó varias veces y la curva de rendimientos aumentó su pendiente drásticamente. Hasta septiembre de 2001 el tipo de cambio se depreció de manera continua.

Después de los ataques terroristas del 11 de septiembre el Banco de la Reserva Federal (Fed) inyectó un monto de liquidez inmenso para evitar una crisis financiera. Esta acción dio a la economía brasileña un respiro del choque negativo externo, mejorando, por lo tanto los indicadores financieros hasta el primer trimestre de 2002. La diferencia del EMBI+ Brasil cayó a su nivel anterior (véase la gráfica 3) mientras el tipo de cambio se apreciaba (véase gráfica 2) y la curva de rendimientos se aplanaba.

4. El EMBI+ de Brasil es un índice calculado por JP Morgan de los precios de los bonos brasileños cotizados en diversos mercados extranjeros. La diferencia de su rendimiento en el mercado secundario con respecto al rendimiento de un certificado de la Tesorería de Estados Unidos con la misma duración (una medida del vencimiento promedio) se considera una buena aproximación al riesgo país de Brasil.

Gráfica 3
Riesgo-país
EMBI + y EMBI +
de Brasil



A pesar de la mejoría del último trimestre de 2001, el panorama del conjunto del año no resultó bueno. La inflación aumentó a 7.67% rompiendo por primera vez el límite superior de 6%.⁵ El crecimiento del PIB sólo fue de 1.31%, eliminando las esperanzas de un crecimiento sostenido que se abrigan el año anterior. De acuerdo con el Gobernador del BCB, Arminio Fraga, lo ocurrido en el año de 2001 parecía una crisis difícil. Posteriormente, cuando se enfrentaba lo que estaba ocurriendo en 2002, la crisis de 2001 parecía benigna.

2002 La tormenta perfecta: alta aversión internacional al riesgo y crisis electoral

El respiro que proporcionó el FED terminó en el primer trimestre de 2002. A fines de marzo de 2002, todos los indicadores financieros empezaron a deteriorarse. El riesgo país empezó a crecer sustancialmente, medido por el EMBI+ de Brasil, como se muestra en la gráfica 3. En esa misma gráfica se puede observar que el mismo movimiento al alza también tuvo lugar en el EMBI+ que mide el riesgo país de un gran número de economías emergentes. Esto indica que el choque fue global y no se restringió a Brasil. Comúnmente se coincide

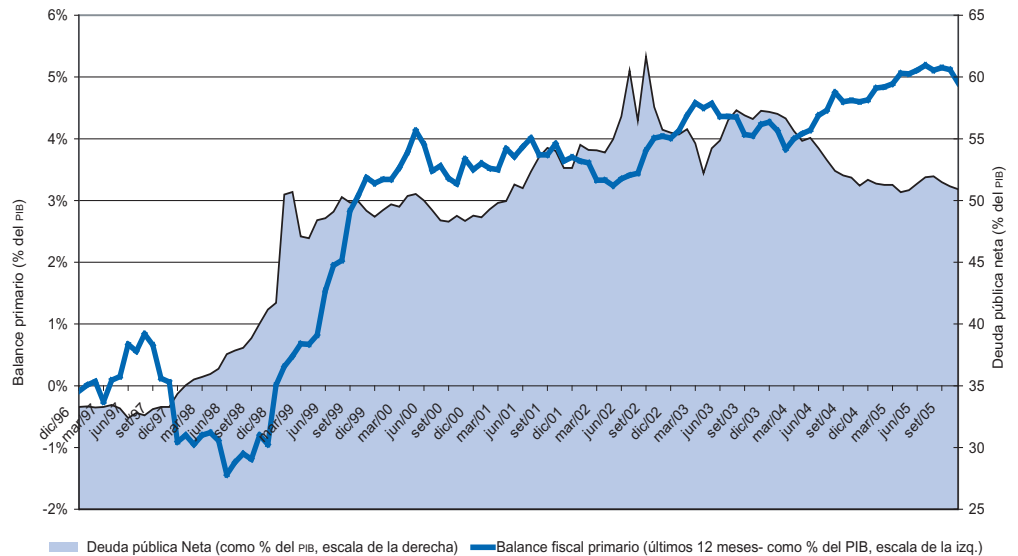
5. La ley brasileña del régimen de metas de inflación establece que cuando la inflación observada rebasa los límites establecidos, el Gobernador del BCB tiene que redactar una carta abierta dirigida al Ministro de Finanzas, explicando las causas del rompimiento y lo que se hará para regresar la inflación a la banda fijada en las metas. Esta carta puede obtenerse del sitio Web del BCB en <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>. Vale la pena destacar dos puntos: 1) Se diseña un procedimiento para medir el efecto de choques negativos sobre la inflación; y 2) no se hace ninguna presunción de lo que seguirá. "...Na medida que não se vislumbra a repetição dos choques na magnitude observada do ano passado [2000], a tendência da inflação é declinante"

en afirmar que en 2002 la aversión al riesgo se disparó, iniciando un movimiento que se denominó “vuelo hacia la calidad”, consistente en redimir los activos mas riesgosos, como los bonos de países de mercados emergentes, desplazándose los recursos a los seguros Bonos de la Tesorería de Estados Unidos. Este traslado en las carteras de bonos en todo el mundo provocó que el precio de lo bonos de países de mercados emergentes cayera y por lo tanto su rendimiento se elevara en el porcentaje equivalente.

La gráfica 3 también aclara que el aumento en el riesgo país de Brasil fue mucho más intenso que el movimiento general en los mercados emergentes. Esto se debe a que 2002 fue en Brasil un año de elecciones presidenciales, y el candidato izquierdista (actualmente Presidente) Lula se convirtió en el favorito de acuerdo con las encuestas de opinión pública. Por aquellos días, al contrario de lo que finalmente ocurrió, se temía que Lula adoptará una política económica populista, incluyendo la suspensión de pagos de la deuda pública. Eso agravó la fuga de los inversionistas internos e internacionales de los bonos brasileños. Esta desafortunada combinación de aumento global en la aversión al riesgo con temores de una suspensión de pagos de la deuda brasileña provocaron que el riesgo país estallará después de abril de 2002.

El Gobernador Arminio Fraga hizo una advertencia importante. Llamó la atención sobre el hecho de que las interpretaciones econométricas del aumento en el riesgo país no encontrarían a las finanzas públicas como una de las explicaciones, ya que el balance primario se había mantenido siempre en un nivel alto (véase la gráfica 4). Sin embargo, lo que las expectativas habían transmitido era el miedo a que la restricción a la política monetaria y fiscal se revirtiera, lo cual no ocurrió. Por lo tanto, no se podrá encontrar en las estadísticas las explicaciones al aumento del riesgo-país brasileño.⁶

Gráfica 4
Balance Fiscal
Primario (% del PIB)



ECONOMIAUNAM vol. 4 núm. 11

6. Este tema es objeto de gran agitación política.

Como ocurrió durante la crisis de 2001, la tasa de interés a un año subió conjuntamente con el aumento en el riesgo país, indicando que los mercados esperaban que el BCB reaccionara frente al aumento en el riesgo país elevando la Selic (la tasa básica de interés). Sin embargo, el Comité de Política Monetaria (COPOM,⁷ organismo existente desde antes de la aplicación del régimen de MI), decidió mantener el movimiento a la baja en la tasa Selic, justificando su acción por la recesión resultante y un bajo traspaso de la devaluación del tipo de cambio a la inflación. La meta de la Selic se elevó en 300 puntos base, de 18 a 21%, solamente en octubre 14 de 2002. Para todo el año, el tipo de cambio se disparó, devaluándose hasta 70%, antes de cerrar el año en alrededor de 50%.⁸ El tipo de cambio real estuvo en el máximo nivel de depreciación en las tres últimas décadas, un periodo que incluyó varios episodios de devaluación y de crisis financieras internacionales.

La inflación alcanzó 12.53% en 2003, mientras el PIB apenas creció 1.93%. Nuevamente, al romperse el límite superior (5.5%) el Gobernador del BCB tuvo que escribir otra carta abierta al Ministro de Finanzas.

2003 Volviendo a empezar

En esta ocasión la carta abierta (<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>) fue escrita por el nuevo gobernador Henrique Meirelles, nombrado por el nuevo Presidente, Lula. A pesar del cambio del gobernador el equipo en la cúspide del BCB no había cambiado mucho, permitiendo una transición suave. Sin embargo, la situación era bastante parecida a la de 1999, ya que se esperaba un gran choque inflacionario creado por la devaluación de 2002. El año de 2003 se parecía mucho al juego de nunca acabar.

La metodología descrita en la carta abierta anterior se utilizó para calcular la que debería ser la nueva meta una vez que los choques se tomaran en cuenta de manera apropiada. Con esta metodología la nueva meta se estableció en 8.5%. El cuadro 3 muestra como el BCB enfrentó los grandes choques externos que golpearon a la economía brasileña en 2002 y sus efectos en los siguientes años.

7. COPOM es el acrónimo en portugués de Comitê de Política Monetária.

8. En términos del tipo de cambio USD/BRL, la apreciación máxima del dólar fue de 42%, terminando el año con una apreciación de 35 por ciento.

Cuadro 3 Flexibilidad ante grandes choques externos

Concepto	2003	2004
a) Meta inflacionaria fijada por el Consejo Monetario Nacional	4.0	3.75
b) Impacto de los precios administrados y monitoreados	1.7	1.1
c) Inercia que se debe combatir en los años siguientes: herencia heredada del año anterior (total)	2.8	0.6
En los precios administrados	4.2	1.0
En los precios libres	1.4	0.4
	2.8	0.6
d) Meta ajustada (=a+b+c)	8.5	5.5

Observaciones:

- 1) Para Calcular el impuesto, se elimina el efecto de la inercia y del tipo de cambio sobre la inflación en los precios administrados y monitoreados.
- 2) La inercia que se debe combatir en los años siguientes equivale al 2/3 de la herencia generada del año anterior.

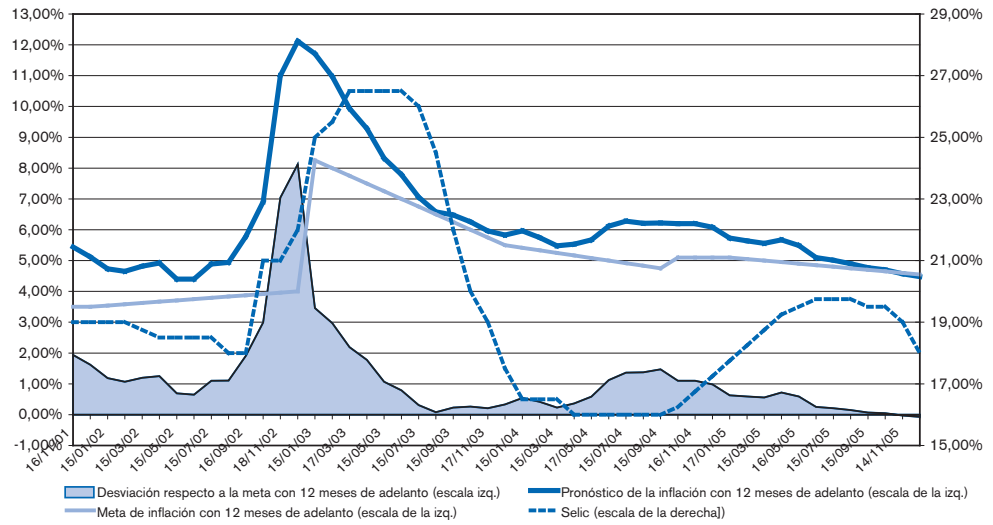
A pesar de la desconfianza en la nueva meta, el BCB consiguió ubicar a la inflación anual bastante cerca de la nueva meta: 9.30%. El PIB nuevamente creció a una tasa bastante baja: 0.54%. Se consideró que el régimen de metas inflacionarias en Brasil era un éxito. Por supuesto todo dependería de los resultados en el futuro.

2004 Sorpresa: tasas de interés real “civilizadas” no pueden mantener la inflación bajo control

En 2004, como en 2001, la esperanza general era que Brasil fuera capaz de crecer considerablemente con tasas de interés “civilizadas” y con baja inflación. Cuando el crecimiento alcanzó un ritmo aceptable, las expectativas inflacionarias empezaron a elevarse.

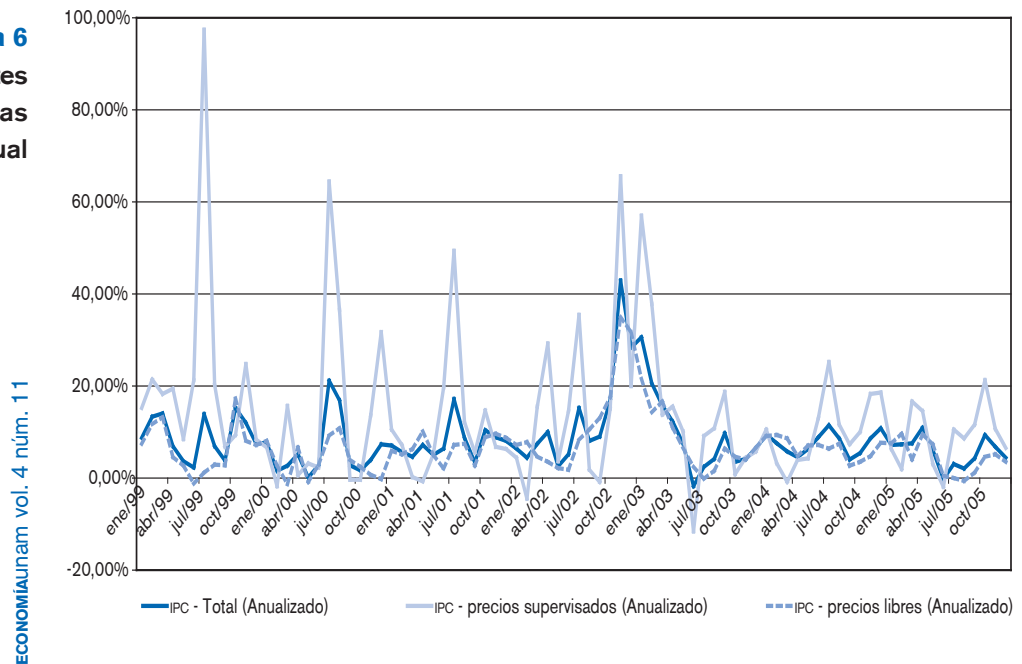
La gráfica 5 muestra como mientras las expectativas de inflación convergían razonablemente hacia la meta desde fines de 2003, empezaron a divergir en mayo de 2004. Esto fue toda una novedad, ya que las alzas previas en la tasa de interés se adoptaron para combatir la fuga de capitales. Sin embargo, en esta ocasión, el alza en la tasa de interés tuvo lugar en una “época de paz”.

Gráfica 5
Espectativas
inflacionarias, metas
y tasas de interés



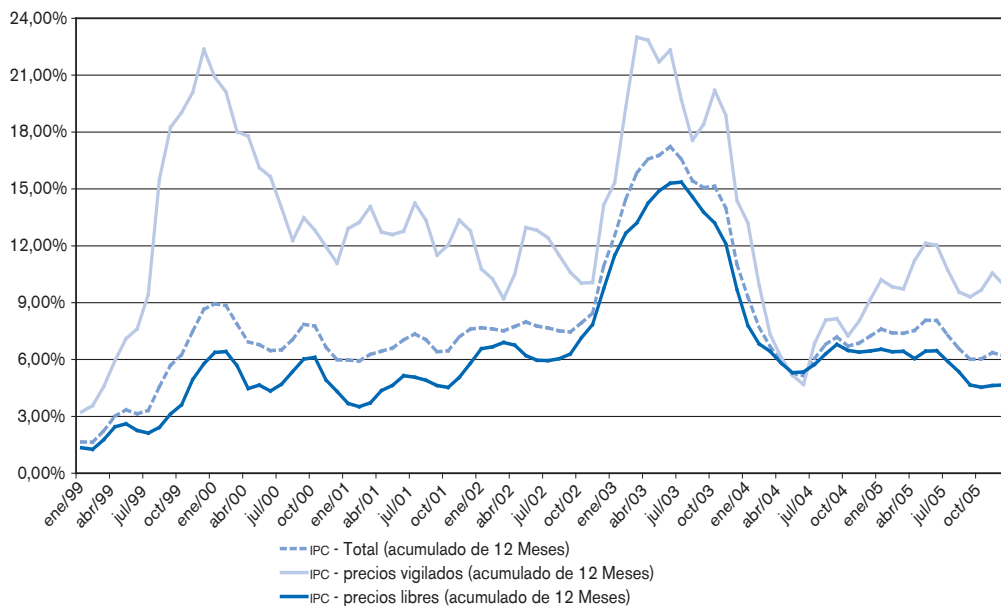
Las gráficas 6 y 7 muestran el comportamiento de la inflación desagregando el índice de precios al consumidor en dos componentes: Los precios vigilados y los precios “libres”. Los primeros, como los servicios públicos, eran los precios de bienes y servicios que el gobierno fijaba conforme a una regla de indización. De las gráficas 6 y 7 se desprende con claridad que los precios vigilados eran los principales culpables del reavivamiento de la inflación. Sin embargo, los precios libres también empezaron a crecer, indicando que los choques de oferta que afectaron a la economía en 2002 y 2003 y fueron transmitidos por la regla de indización a los precios vigilados en 2004, se estaban trasladando mediante el subíndice de precios libres.

Gráfica 6
Inflación: componentes
de las tasas anualizadas
del IPC mensual



ECONOMIAunam vol. 4 núm. 11

Gráfica 7
Componentes de las
tasas anualizadas del IPC
a 12 meses



Empero, el BCB, no pensó dos veces en cumplir su papel como guardián de la estabilidad de precios. En septiembre de 2004, empezó a elevar la tasa Selic para detener la inflación. Este movimiento fue muy exitoso para regresar las expectativas de inflación a la meta establecida. El BCB anunció la revisión de su meta inflacionaria basándose en una metodología similar a la de las revisiones previas, elevando el punto central de la meta de 4.5% a un nuevo objetivo de 5.1%. Aunque al principio este objetivo se vio con gran desconfianza, las acciones subsecuentes demostrarían que el BCB estaba decidido a cumplir con sus promesas.

El año de 2004 terminó con sentimientos encontrados. Aunque el crecimiento fue bastante bueno (casi 5%, véase el cuadro 2) y la inflación se mantuvo dentro de las fronteras (7.6%), las perspectivas para el futuro no eran tan favorables. El BCB ya había iniciado un proceso de restricción monetaria.

2005 Crecimiento por inflación, un mal intercambio; ¿podrán las metas de inflación sobrevivir?

2005 prosiguió la tendencia mundial de un alto crecimiento con condiciones financieras relajadas, promoviendo el crecimiento de los mercados emergentes. En la gráfica 3 se puede observar la firme reducción del riesgo país. También se muestra ahí que la declinación del riesgo país fue un fenómeno general. Simultáneamente los precios de los productos básicos permanecieron bastante altos, lo que provocó el mejor desempeño exportador que Brasil haya tenido.

El BCB continuó con una política monetaria restrictiva hasta mayo de 2005 (véase el Cuadro 2) cuando la tasa Selic alcanzó (19.75%). En septiembre, empezó a relajar su política monetaria. Al final del año la tasa Selic aún permanecía en un nivel alto de 18 por ciento.

A pesar de las soberbias condiciones internacionales, varios factores como la ausencia de reformas económicas promotoras del crecimiento, la crisis política detonada por la corrupción gubernamental y la restricción monetaria del BCB no permitieron que Brasil aprovechara plenamente las tendencias mundiales en lo que a crecimiento se refiere. El PIB se pronosticaba que sólo crecería entre 2 y 2.5% (véase el cuadro 2) mientras que el Índice de Precios al Consumidor terminó en 5.69%, por encima del objetivo revisado de 5.1%, aunque por debajo del límite superior de 7%. Satisfacer la meta de inflación es sin duda una buena cosa, empero, el principal problema que se deberá resolver es la dificultad de la economía brasileña para tener un fuerte crecimiento, aún con la mejor situación internacional. En el siguiente inciso pasaremos a este tema.

4. Las dificultades enfrentadas por el régimen de metas de inflación en un país con dominancia fiscal y sujeto a crisis financieras internacionales de liquidez

Se percibe como una paradoja la necesidad de Brasil de muy altas tasas de interés para mantener la inflación bajo control. Con tasas similares, la mayor parte de las economías caerían en una profunda recesión y probablemente registrarían una baja inflación o aún deflación. La inflación brasileña, sin embargo, no es demasiado baja⁹ y las tasas de crecimiento, aunque mediocres, no llegan a configurar una deflación.

4.1 La dualidad de la política monetaria: períodos de tranquilidad y períodos de crisis: ¿por qué las tasas de interés real son tan altas en Brasil?

Desde el fin de la hiperinflación, (julio de 1994), la fijación de la tasa básica de interés (Selic) por el BCB ha tenido un carácter dual, dependiendo de las condiciones relativas a los flujos de capital. Durante el período 1995-98, de tipo de cambio administrado, Salgado, Garcia y Medeiros (2005) mostraron de manera econométrica este carácter dual de la función de reacción del BCB. Durante la crisis financiera internacional, el BCB fijó la tasa de interés en el nivel requerido para prevenir las fugas masivas de capital. Este nivel se establecía por la condición de cubrir la paridad de la tasa de interés más el riesgo país, como se mide por la diferencia del EMBI+Brasil (véase la gráfica 3).

Cuando los mercados internacionales se encontraban en lapsos de tranquilidad, la tasa de interés se mantenía a un nivel más alto que el requerido por la condición de cubrir la paridad de la tasa de interés más el riesgo país, intentando así mantener la inflación a la baja. Ya que en períodos de tranquilidad la tasa de interés se fijaba a un nivel alto, se registraban flujos de entrada de capital, lo cuál presionaba la revaluación de la moneda nacional. Para evitarla (el tipo de cambio se administraba), el BCB realizaba intervenciones de esteri-

9. El cuadro 1 muestra que solamente Colombia tenía una meta inflacionaria para 2005 más alta que la brasileña (5% vs. 4.5%). Considerando la banda en torno a la meta el límite brasileño superior, 7%, era el más elevado entre todos los países que aplicaban las MI. El dato final para 2005 fue que la inflación medida con el índice de Precios al Consumidor era bastante alta.

lización, al mismo tiempo que imponía controles a la entrada de capitales con el propósito de detener los (excesivos) flujos de entrada de carteras de capital de corto plazo.

Desde 1999, dos cambios clave en los fundamentales macroeconómicos ocurrieron: se inició la flotación del tipo de cambio y el sector público empezó a generar superávits primarios. Durante este lapso persistió la dualidad de la política monetaria. Los aumentos de las tasas de interés durante la crisis de 2002 pretendían mitigar las salidas de capital que estaban provocando una devaluación exagerada del tipo de cambio.

Por otra parte, como ya se mencionó, los aumentos sucesivos de la tasa Selic durante el período septiembre de 2004 a mayo de 2005, no tuvo nada que ver con el temor de la fuga de capitales ni con la depreciación excesiva del tipo de cambio. Por el contrario, durante este período de restricción monetaria hubo una revaluación sustancial de la moneda, causada de manera principal por la fortaleza en el desempeño del sector exportador, pero también apoyada por la atracción de capital especulativo extranjero que realizó arbitrajes de “carry-trade”.¹⁰

La excesivamente alta tasa Selic que prevalece actualmente en Brasil está pensada para alcanzar la meta inflacionaria. Si el objetivo fuera evitar la fuga de capitales, la Selic sería mucho más baja y la tasa de inflación mayor.

La política fiscal interviene de manera decisiva en ambos regímenes. Durante las crisis financieras internacionales el principal factor de las crisis es una posible suspensión de pagos en la deuda pública. Para disminuir ese riesgo, el gobierno incrementa el superávit primario, como el gobierno de Lula hizo desde su inicio.

En épocas de tranquilidad (en los mercados financieros internacionales), como ocurrió en 2004-2005, la sostenibilidad fiscal rara vez aparece en la prensa. Sin embargo, la política fiscal tiene otra función fundamental, la de mantener la demanda agregada a un alto nivel. Dado que el gasto primario en Brasil es muy alto (exceptuando a la inversión pública) y es inmune a la política monetaria, la inflación muestra un comportamiento muy persistente, resistiendo la alta tasa de interés establecida por el BCB.

El bajo efecto de las tasas de interés en la inflación también se explica por otras debilidades de la economía brasileña. El crédito al sector privado (como una fracción del PIB) es muy bajo respecto a los niveles internacionales. Esto limita el principal canal de transmisión de la política monetaria. Aún más, un elevado porcentaje del crédito de la economía brasileña se da a tasas subsidiadas que no resultan afectadas por la tasa Selic. La economía brasileña está bastante cerrada, con altas tarifas de importación que restringen la competencia extranjera y permiten aplicar políticas de fijación de precios que interfieren con las acciones del BCB para combatir la inflación.

10. La operación básica de carry-trade consiste en obtener un préstamo a una divisa de bajo interés, por ejemplo el dólar estadounidense, invirtiendo esos recursos en instrumentos de renta fija en una divisa con una alta tasa de interés, por ejemplo el real brasileño. El mismo resultado puede obtenerse mediante un Non-Deliverable Forward Contract (un contrato de futuros, en general a corto plazo en una moneda con un mercado delgado con una fecha de vencimiento dada) de reales brasileños en dólares de Estados Unidos. Hay información de que recientemente los inversionistas extranjeros prefirieron la segunda estrategia.

Para pagar los muy elevados gastos públicos se creó una carga fiscal extremadamente alta. La tasa impositiva excesiva pone en riesgo la inversión productiva. Con menos oferta es más difícil combatir la inflación.

Por tanto, el BCB de manera habitual mantiene altas tasas de interés para mantener la inflación bajo control. Mientras la tasa de interés parece tener poca eficiencia para combatir la inflación en Brasil, el BCB mantiene su capacidad para afectar las cuentas fiscales y la deuda pública.

De esta manera, cuando el BCB mantiene la tasa Selic muy alta en tiempos de tranquilidad contribuye al crecimiento de la deuda pública, la cual elevará el riesgo en períodos de crisis, lo que creará un círculo vicioso. El camino para resolver este enigma es atacar las deficiencias de la economía brasileña citadas antes. La parte más importante es, sin embargo, reducir el gasto público.

Aunque la economía brasileña ha mejorado notablemente desde los años de la hiperinflación, su fragilidad sigue siendo el lado fiscal. El extremadamente grande monto de gasto y transferencias gubernamentales, que además están al ser contratos deberán aumentar substancialmente en el futuro, plantean un gran reto para aquellos que están considerando invertir en Brasil gubernamental. Para resolver el enigma de la muy alta tasa de interés en Brasil el gobierno debe abordar este antiguo tema.

5. Lecciones de otros países latinoamericanos

Brasil adoptó el régimen de metas de inflación como la última posibilidad de evitar el regreso a una muy alta inflación. Las MI contribuyeron a obtener otros logros institucionales importantes, como la ley de responsabilidad fiscal. Por tanto, las MI representaron para Brasil un avance importante para construir un ciclo virtuoso que podría conducir al crecimiento sostenido.

La experiencia brasileña destaca el reto principal que enfrentan la mayor parte de los países latinoamericanos: realizar las reformas necesarias para alcanzar altas tasas de crecimiento sostenido, baja inflación y bajas tasas de interés real. Se requieren reformas estructurales para generar economías más competitivas, productivas, abiertas y flexibles. Sin estas reformas, la política monetaria continuará con una sobrecarga y requerirá muy altas tasas de interés real para cumplir con el mandato de un régimen de metas de inflación.

Para los países latinoamericanos la experiencia brasileña también es importante por los diversos aspectos técnicos que se desarrollaron. Al frente de ellos está la transparencia del procedimiento para ajustar la meta inflacionaria entre los grandes choques externos.

6. Conclusión

Este trabajo ha reseñado la experiencia brasileña con el régimen de metas de inflación (1999-a la fecha). Se ha mostrado que en sus inicios la experiencia fue altamente exitosa. Después, resultó afectada durante las crisis provocadas por el aumento global en la aversión al riesgo (2001-2002). Sorprendentemente, las MI se desempeñaron bastante bien frente a las crisis, si se usa una norma más laxa (aunque adecuada) para medir su desempeño.

Bibliografía

- J. Bogdanski, A. Tombini, and S. Werlang (2000), "Implementing Inflation Targeting in Brazil," Trabalho para Discussão n° 1, Banco Central do Brasil, Brasília. Resumen Texto completo
- G. Calvo, A. Izquierdo, and L. Mejía (2004), "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects", NBER working paper #10520, may.
- G. Calvo and C. Reinhart (2000), "When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy," in Peter B. Kenen and A. Swoboda, eds., *Reforming the International Monetary and Financial System* (Washington, DC: IMF).
- G. Calvo and C. Reinhart (2002), "Fear of Floating" *Quarterly Journal of Economics* 117(2): 379-408.
- FMI (2005), Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, septiembre de 2005, Washington, D.C. capítulo IV.
- A. Fraga, I. Goldfajn and A. Minella (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," Trabalho para discussão n° 76, Banco Central do Brasil, Brasília, Junho. Resumen Texto completo.
- A. Minella, P. Freitas, I. Goldfajn and M. Muinhos (2003), "Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility," Trabalho para discussão n° 77, Banco Central do Brasil, Brasília, Julho. Resumen Texto completo.
- F. Mishkin (2004) "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?," NBER Working Paper 10646 (<http://www.nber.org/papers/w10646>).
- L. Svensson (1998), "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting," public lecture held at Victoria University of Wellington, November 1997, *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 15, N° 1 (Wellington, New Zealand: Victoria University).
- M. Salgado, M. Garcia and M. Medeiros (2005), "Monetary Policy during Brazil's Real Plan: Estimating the Central Bank's Reaction Function", *Revista Brasileira de Economia*, 59(1):107-126.
- J. Taylor (1998), "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", NBER Working Paper 6768 (<http://www.nber.org/papers/w6768>).

Fue en los buenos tiempos recientes cuando las MI revelaron las debilidades de la economía brasileña. Aparentemente se requieren tasas anormalmente altas para mantener la tasa inflacionaria bajo control. Estas altas tasas tienen efectos dañinos en las finanzas gubernamentales y en el crecimiento. El reto principal para Brasil radica en hacer las reformas que faciliten las compensaciones en la política económica, lanzando las posibilidades de crecimiento de la economía brasileña 