Plan real: una segunda evaluación*

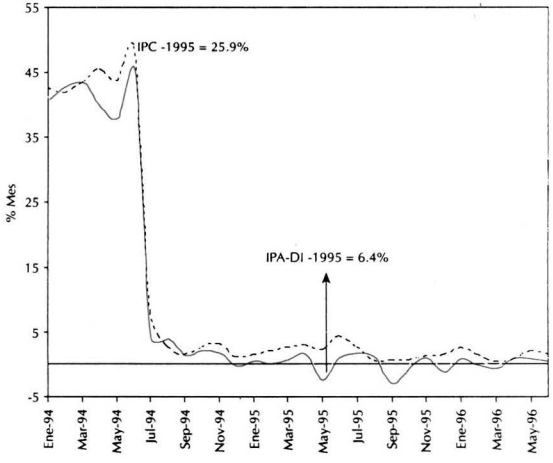
Edmar Bacha

I. EXITO INICIAL, ACOMPAÑADO POR DESEQUILIBRIOS

Cuando el senador Fernando Henrique Cardoso se posesionó como presidente de la República el primero de enero de 1995, no había duda sobre el éxito inicial del Plan Real. Tal como se puede apreciar en el Gráfico 1, la inflación mensual se redujo de 40 - 50% en el primer semestre de 1994, a 1 - 2% mensual a final del año.

El éxito inicial del Plan Real dejaba claro que las bases teóricas que lo sustentaban eran acertadas: que era preciso, ante todo, enfatizar que el gobierno podría equilibrar sus cuentas sin tener que recurrir a la reducción real de los gastos presupuestarios que propiciaba la inflación; que era posible la conversión de los salarios y de otros contratos, de cruzeiros reales a una unidad contable indexada diariamente (siempre y cuando las conversiones se hicieran por el promedio); y que la inflación podría, a través de una reforma monetaria, reducirse inmediatamente a niveles cercanos a cero, tal y como se había anunciado, sin necesidad de confiscar activos financieros, ni de congelar los precios y los salarios[1].

Gráfico 1. TASA DE INFLACION MENSUAL (%)



Fuente: Banco Central de Brasil.

*Texto originalmente presentado en el seminario Dos Años del Plan Real organizado por la CEPAL y el IPEA en Brasilia el 01.07.96. El título de este artículo remite a mi texto anterior, "Plan Real: una evaluación preliminar", publicado en la Revista BNDES, 2(3), junio de 1995: 3-26.

[1] Para una discusión de esos temas, véase el artículo citado en la nota anterior.

A pesar de que en los primeros meses del Real las posibilidades de éxito del mismo eran altas, era evidente que se iban acumulando desequilibrios que podrían, en ausencia de acción por parte del gobierno, desembocar en problemas similares a los que habían condenado al fracaso, desde 1986, a todas las iniciativas anteriores de estabilización de precios en la economía brasileña.

Uno de los principales problemas surgía de la desigualdad entre el aumento de los salarios nominales, determinado por la política salarial, y la revaluación de la moneda local, determinada por la evolución de las políticas cambiaria y monetaria. En marzo de 1994, los salarios fueron convertidos a URV, con base en los promedios reales de los cuatro meses anteriores. Estos promedios, sin embargo, fueron calculados en los días de pago y no en los días promedios de gasto. Esto significaba una ganancia post-Real en el poder adquisitivo de los salarios, equivalente al "impuesto inflacionario", que anteriormente les hacía perder su valor real entre el día de pago y el día promedio de gasto.

Adicionalmente, los salarios pasaron a ser pagados mes a mes en moneda de poder adquisitivo relativamente constante, cuando antes se deterioraban fuertemente entre los "picos" siguientes al reajuste cuatrimestral y los "valles" anteriores a dichos reajustes. Aunque los promedios eran iguales, la eliminación de la incertidumbre asociada a la fuerte oscilación de los salarios reales que se observaba anteriormente dentro de los períodos cuatrimestrales de reajuste representaba una ganancia adicional de ingreso real. Esta ganancia derivada de la estabilización de la moneda se reflejó en el mercado en la mayor facilidad de acceso a crédito de consumo para los asalariados, el cual aumentó de forma considerable en el período, a pesar de que el Banco Central, al inicio del plan, impuso un encaje marginal de 100% sobre los depósitos a la vista en los bancos comerciales[2].

Más importante aún, se mantuvo por un año la indexación anual de los salarios, basada en un nuevo índice de precios, el IPCr, que en los primeros seis meses del plan acumuló una variación del 23%, debido, en buena parte, a la combinación de un carry over de la inflación en cruzeiros reales de junio de 1994, con problemas estacionales en la oferta de alimentos y fuertes reajustes en los precios de los alquileres de vivienda. No se trataba entonces de la medida de la inflación básica en reales (que se redujo a cerca de cero, de acuerdo con el comportamiento del IPA de la industria); por lo tanto, al ser trasladada a los salarios, implicaba aumentos en los costos reales de producción, lo cual hacía difícil mantener, ya sea el congelamiento de las tarifas y los precios de los servicios públicos, o la "libertad vigilada" ejercida sobre los precios de los sectores oligopólicos del comercio y la industria.

Mientras tanto, la combinación de una política monetaria de tasas de interés elevadas, junto con una política cambiaria de "banda asimétrica"[3] llevó a que el real se revaluara con relación al dólar, pasando de R$1/US$1.00 a comienzos

[2] Entre junio y diciembre de 1994, los préstamos del sistema financiero a las personas naturales se ampliaron en un no despreciable 150% (Boletín del BCB, 4(32), abril de 1996, pág.98).

[3] En los términos de la "banda asimétrica", el Banco Central se obligaba a intervenir en caso de que el real tendiese a desvalorizarse con respecto al dólar más allá de la paridad de 1 a 1, pero dejaba que en el mercado libre hubiese una tendencia de valorización del real con relación al dólar.

del Plan a R$ 0.846/US$1.00 en diciembre 31 de 1994, o sea, una revaluación nominal del 15%, contribuyendo, por tanto, a una caída adicional en la relación cambio-salarios. El efecto de la revaluación cambiaria sobre las cuentas externas se fortaleció con la decisión adoptada en septiembre de 1994 de acelerar el ritmo de liberación de las importaciones, con el fin de evitar trasladar a los precios, las presiones de costos y de demanda presentes en ese momento.

Las presiones de demanda se originaban en el aumento arriba descrito del poder adquisitivo de los salarios, sumado a un movimiento de anticipación de compras, tanto de bienes duraderos como de equipos, frente al temor de que la estabilización fuera apenas temporal, como lo había sido otras veces. Este aumento en la demanda estuvo respaldado por el alza de 37% en los préstamos del sistema financiero al sector privado entre junio y diciembre de 1994[4].

A las presiones de demanda que provenían del sector privado se sumaron las ejercidas por el sector público. En primer lugar, entre septiembre y diciembre de 1994 se aumentaron los salarios de los miembros de las fuerzas armadas y de los empleados del gobierno federal con el fin de igualarlos a los de los funcionarios del poder legislativo y del poder judicial. En enero de 1995, todos los funcionarios públicos se vieron favorecidos por la política de indexación salarial, no solamente con un reajuste integral por el IPCr, sino también porque el promedio de 4 meses que había sido adoptado en marzo de 1994 para la conversión de los salarios a URV se sustituyó por un promedio más alto de 12 meses[5]. En marzo de 1995 se reajustaron significativamente las bonificaciones para los cargos comisionados del ejecutivo federal. Finalmente, en mayo de 1995, el salario mínimo fue reajustado a R$ 100, un 10% superior a la variación del IPCr, ajuste que se extendió a las prestaciones. Este conjunto de decisiones condujo a un fuerte aumento de la masa salarial y de los beneficios prestacionales en el sector público como un todo, ya que decisiones similares, si no más generosas, fueron adoptadas en los estados y municipios.

Ya hacia finales de 1994, el aumento acentuado de la demanda interna, además de una marcada preferencia por los productos importados, tuvo dos consecuencias: el uso creciente de la capacidad instalada en la industria y el rápido deterioro de la balanza comercial. El comportamiento del IPA-industrial (de él se excluían los productos alimenticios, debido a su comportamiento estacional, y los derivados del petróleo, cuyos precios eran controlados por el gobierno) muestra (Gráfico 2) que la combinación de la presión de los costos salariales con el aumento de la demanda interna, fue lo suficientemente fuerte como para presionar el alza de la inflación básica, así como para propiciar una creciente competencia entre la producción nacional y las importaciones como consecuencia de la revaluación del tipo de cambio y la desagravación arancelaria.

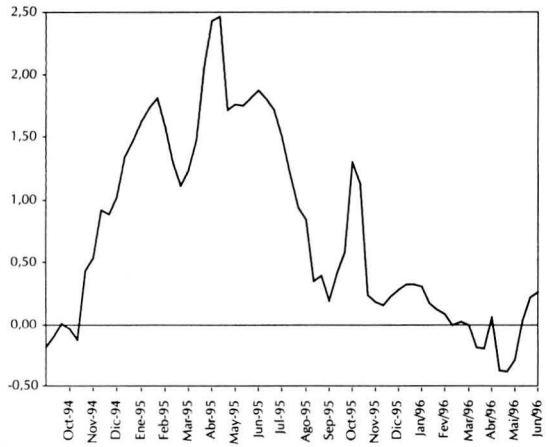
Fue en este contexto de fuertes cambios en los precios relativos y de la relación entre demanda y producción, que la economía brasileña se vio afectada por los efectos de la crisis mexicana.

---

[4] Boletín del Banco Central del Brasil, 32(4), abril de 1996, pág.98.

[5] En la versión original de la medida provisional de la URV no se había previsto la corrección monetaria de los salarios privados o públicos, apenas la sustitución del promedio de 4 meses por el de 12 meses en la primera base de datos después de la introducción del Real. El gobierno aceptó la introducción de la corrección de los salarios por el IPCR en el Congreso, para asegurar la aprobación de la URV antes del lanzamiento del Real.

Gráfico 2. IPA INDUSTRIAL (Sin productos agrícolas ni combustibles)



De hecho, se produjo una reversión de los flujos de capitales, aumentándose las presiones sobre las reservas internacionales, que ya se manifestaban desde septiembre, en función del deterioro de la balanza comercial. En consecuencia, las reservas internacionales del país experimentaron una caída acentuada desde finales de 1994.

II. RESPUESTA DE LA POLITICA ECONOMICA

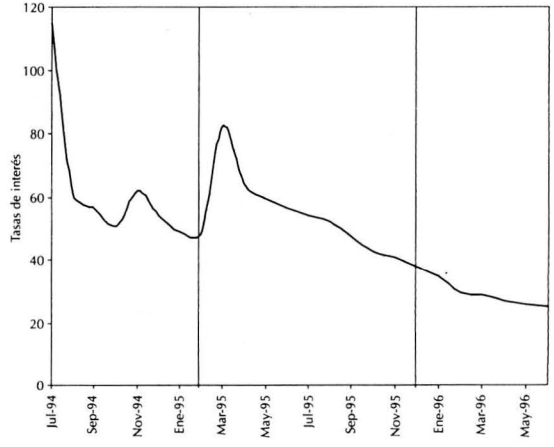
Entre marzo y junio de 1995, el gobierno adoptó un conjunto de medidas drásticas para hacer frente a los desequilibrios que se venían presentando, y que ponían en peligro el desenlace exitoso del Plan Real.

En primer lugar, se tomó la decisión de aumentar aún más la tasa básica de interés y de imponer restricciones adicionales a la expansión del crédito. Estas medidas restrictivas se sumaron a las ya existentes desde diciembre de 1994, mediante las cuales se impusó un encaje de 30% sobre los depósitos a término y de 15% sobre los préstamos bancarios[6].

En el Gráfico 3 se observa el comportamiento de la tasa efectiva de interés overnight, la cual presenta en el segundo semestre de 1994 una tendencia hacia la baja, seguida por un fuerte aumento a partir de marzo de 1995. Desde entonces, se aprecia una reducción sostenida de esta tasa, la cual llegó en junio de 1996, a un nivel de 26% anual. Las medidas contraccionistas junto con un aumento en el incumplimiento tuvieron un fuerte impacto sobre el crédito del sistema financiero al sector privado, cuyo crecimiento se redujo a 21% en el primer semestre, y a apenas un 6.5% en el segundo semestre de 1995[7].

Simultáneamente con la apertura monetaria, el Banco Central anunció en marzo una devaluación de 5% del Real con relación al dólar, así como la

Gráfico 3. TASAS DE INTERES % (ea.)



Fuente: Banco Central de Brasil.

[6] En diciembre de 1994, el encaje sobre los depósitos a la vista fue reducido del 100 al 90%.

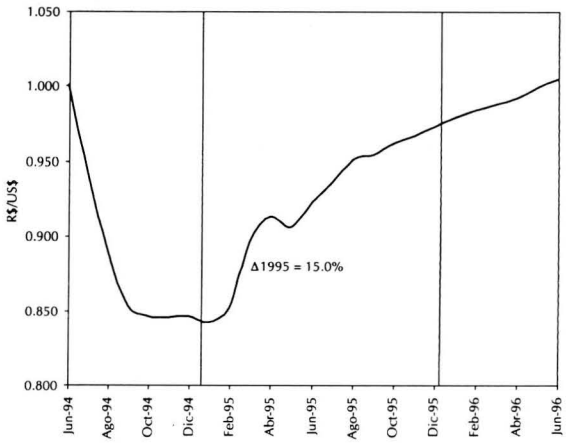
[7] Boletín del Banco Central del Brasil, (32)4, abril de 1996, pág. 98.

adopción de una banda cambiaria deslizante, y un aumento del 20 al 70% de los aranceles sobre las importaciones de automóviles y electrodomésticos.

Durante algunas semanas, la incertidumbre acerca de la manera cómo el Banco Central iría a actuar bajo el nuevo régimen de bandas cambiarias, agudizó la presión sobre las reservas internacionales. La presión cedió, solamente cuando quedó claro que el Banco Central definiría de vez en cuando una "banda larga" para el tipo de cambio y que efectuaría al interior de la misma intervenciones diarias con el fin de caracterizar una "minibanda" y provocar pequeñas pero sucesivas devaluaciones en esas "minibandas" a lo largo del mes, en días y en magnitudes no anunciados. El acumulado mensual de esas minidevaluaciones sería, entretanto, módico comparado con el creciente diferencial entre las tasas de interés de corto plazo internas y externas: o sea que se mantenía el incentivo para mantener en reales los activos financieros domésticos de corto plazo[8]. Una vez estos cambios fueron asimilados, el país volvió a acumular reservas internacionales.

En el Gráfico 4 se muestra la evolución del tipo de cambio del real con respecto al dólar. En éste

Gráfico 4. TASA DE CAMBIO (R$/US$ último día del mes)



Fuente: Banco Central de Brasil.

se observa la revaluación experimentada hasta marzo de 1995, así como la minidevaluación de esa fecha, seguida, a partir de mayo, por una serie de minidevaluaciones dentro del marco de las bandas cambiarias deslizantes en vigencia desde entonces. A partir de septiembre de 1995, el Banco Central ha devaluado sistemáticamente el real frente al dólar a una tasa mensual de 0.5 - 0.6% .

En junio de 1995, el gobierno adoptó una medida provisional de desindexación, aboliendo el IPCr e instituyendo el régimen de libre contratación salarial a partir de julio de 1995. Más precisamente, en las negociaciones colectivas y en los acuerdos salariales anuales que se realizaran a partir de esa fecha, se debería tener en cuenta sólo el residuo del IPCr de 12 meses -entre julio de 1994 y junio de 1995- que aún no hubiera sido trasladado a la base de datos anterior. Así, por ejemplo, una categoría sindical que hubiera hecho una negociación salarial en octubre de 1995 tendría derecho al IPCr de octubre de 1994

[8] Esto no necesariamente implicaba la existencia de un incentivo para transferir activos financieros de corto plazo en dólares hacia reales, pues las entradas de capitales para aplicaciones en renta fija (al contrario de las ventas) fueron tasadas con un IOF de 7% al comienzo. Las excepciones a esa regla, entretanto, permitieron, hasta febrero de 1996, cuando la mayor parte de los desembolsos fue fechada por el Banco Central, una considerable entrada líquida de capitales para inversión en instrumentos de renta fija de corto plazo. Para mayores detalles, véase M. Garcia y A. Barcinski, "Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls", Departamento de Economía de la PUC-Rio, mimeo, July Ist, 1996.

a junio de 1995, y tedría que negociar con el sindicato patronal eventuales compensaciones por la inflación ocurrida entre junio y septiembre de 1995. Esta decisión (aún no convertida en ley por el Congreso) marca una ruptura histórica con el régimen de indexación salarial introducido desde 1964 por el régimen militar, supuestamente con el fin de remplazar los conflictos sociales por los cálculos aritméticos de la inflación causada, pero del cual sólo resultó la institucionalización de la inflación como forma de resolver las disputas de rentas entre patronos y empleados[9].

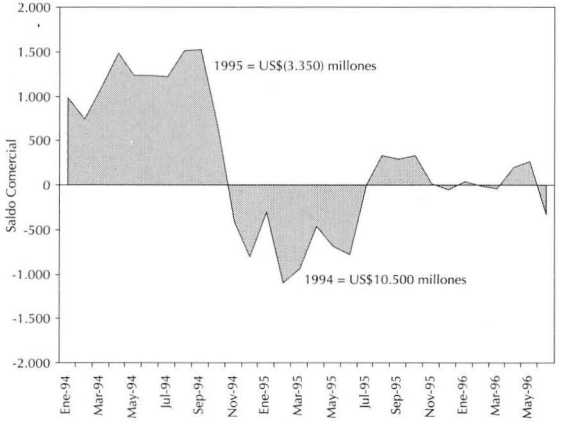
III. CONSECUENCIAS DE LOS AJUSTES DE POLITICA

Tal como se observa en el Gráfico 2, las medidas de ajuste adoptadas tuvieron pleno éxito en revertir, a partir de abril, el repunte inflacionario que se venía manifestando en el IPA de la industria[10].

Las medidas adoptadas en marzo de 1995, junto con los efectos desfasados de los encajes que se impusieron en diciembre de 1994, también tuvieron éxito en revertir el déficit externo, tal como lo demuestra el Gráfico 5. En efecto, a partir de junio de 1995, la balanza comercial empezó a registrar pequeños superávits, situación que se mantuvo bajo control en el primer semestre de 1996.

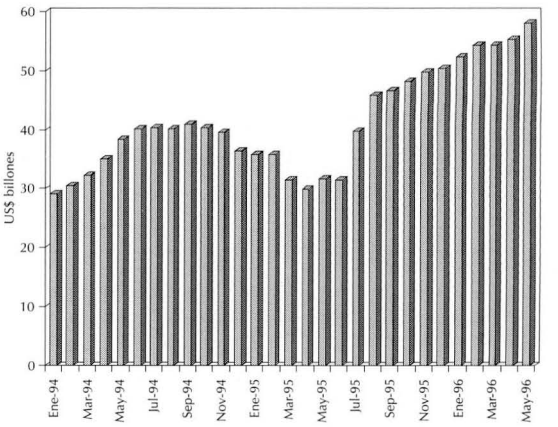
Conjuntamente con la reversión del déficit comercial, se produjo una reversión de los movimientos desfavorables de la cuenta de capital. En consecuencia, las reservas internacionales que se habían reducido en cerca de US$10 mil millones en el primer semestre, se recuperaron y crecieron continuamente hasta alcanzar un valor cercano a US$58 mil millones al final del primer semestre de 1996 (Gráfico 6).

Gráfico 5. SALDO COMERCIAL MENSUAL (US$ millones)



Fuente: Banco Central de Brasil.

Gráfico 6. RESERVAS INTERNACIONALES (US$ miles de millones, final de período)



Fuente: Banco Central de Brasil.

[9] Sobre el régimen de indexación salarial y sus consecuencias inflacionarias, véase M.H. Simonsen, *30 años de indexación*. Rio de Janeiro: Fundación Getúlio Vargas, 1995, especialmente los capítulos 4 y 9.

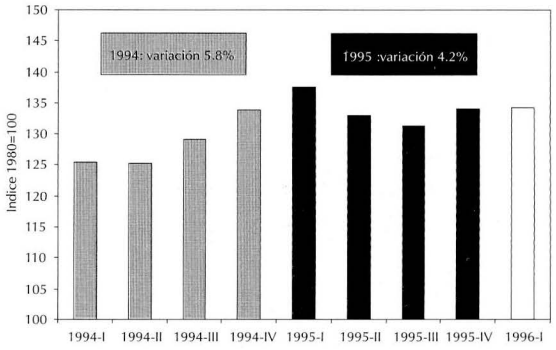
[10] La ola inflacionaria en octubre de 1995 se debió al ajuste de los precios controlados por el gobierno, como los de bebidas, cigarrillos y drogas.

El éxito obtenido en la lucha contra la inflación y contra el déficit externo tuvo su contraparte por lo menos en tres frentes: en la actividad económica, en la fragilidad financiera y en el déficit público.

Como lo muestra el Gráfico 7, desde el lanzamiento del Plan hasta el primer trimestre de 1995, el PIB creció a un ritmo acelerado. La restricción crediticia no sólo detuvo ese crecimiento, sino que produjo una caída en el nivel de actividad durante el segundo y el tercer trimestre de ese año. A partir de ese momento, la economía tendió hacia la recuperación. En marzo de 1996, como consecunecia del pobre desempeño de la economía en el primer trimestre, el Banco Central suspendió las restricciones al crédito de consumo.

La reversión del nivel de actividad durante el segundo semestre de 1995, unida al aumento de los intereses y de los salarios, agravó la situación financiera de empresas que se habían endeudado en el "boom" de los doce meses anteriores, particularmente en la agricultura, cuyos precios se vieron presionados por la excelente cosecha de 1995. Adicionalmente, la revaluación del Real y la profundización de la apertura al exterior, trajeron dificultades adicionales a las empresas más frágiles en sectores particularmente afectados por la competencia externa, como los de autopartes, juguetería, cuero y calzado y editoriales. En consecuencia, el volumen de créditos atrasados o en liquidación en el sistema financiero aumentó, así como los concordatos y quiebras. Entre diciembre de 1994 y diciembre de 1995, la cartera vencida y en liquidación del total de préstamos del sistema financiero al sector privado[11], pasó de 7.5% a 13.5%. Para los bancos comerciales, las pérdidas

Gráfico 7. PIB TRIMESTRAL (1980=100) no ponderado



Fuente: IBGE.

derivadas de estos créditos se sumaron a la terminación de las grandes ganancias surgidas de los spreads inflacionarios, que antes se obtenían con los depósitos a la vista, los títulos de cobranza y los depósitos de ahorros retirados antes de sus respectivos vencimientos.

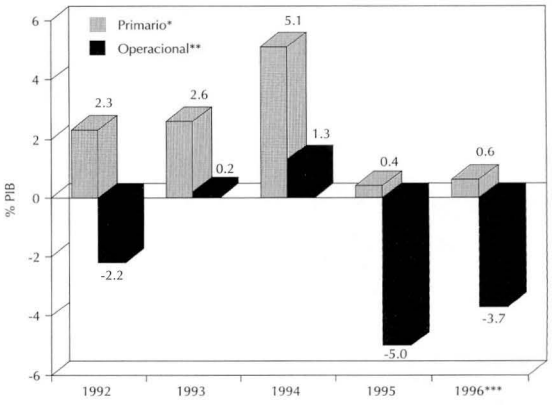
La fragilidad de una parte del sistema financiero se hizo manifiesta cuando el Banco Central, con el fin de detener una corrida de los depósitos, se vio en la necesidad de cerrar el Banco Económico en agosto de 1995. Fue entonces cuando se tomó la decisión tardía de establecer un sistema de protección de los depósitos a la vista, y de crear un programa de reestructuración de los bancos privados (PROER), haciendo posible la transferencia a nuevos propietarios de los pasivos de los bancos privados en problemas, cuya quiebra podría, a juicio de la autoridad monetaria, poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. El PROER implicó una transferencia al gobierno federal de los préstamos incobrables de los bancos en dificultades[12], pero en contrapartida permitió el restablecimiento de la calma en el sistema financiero del país.

[11] Boletín del Banco Central de Brasil, 32(4) abril de 1996, pág. 94.

Un tercer impacto de la política de altos intereses fue su efecto sobre el déficit público. Como se observa en el Gráfico 8, en la parte operacional, el resultado consolidado del sector público[13] pasó de un superávit de 1.34% del PIB en 1994 a un déficit de 4.99% del PIB en 1995, un empeoramiento de 6.33 puntos porcentuales. Tres cuartas partes de este deterioro fueron producto del impacto de los aumentos de salarios y de jubilaciones antes mencionados sobre el resultado primario, el cual pasó de un superávit de 5.16% en 1994 a apenas 0.37% del PIB en 1995. No obstante, el impacto de los intereses fue también significativo al haber aumentado de 3.82% a 5.36% del PIB entre 1994 y 1995.

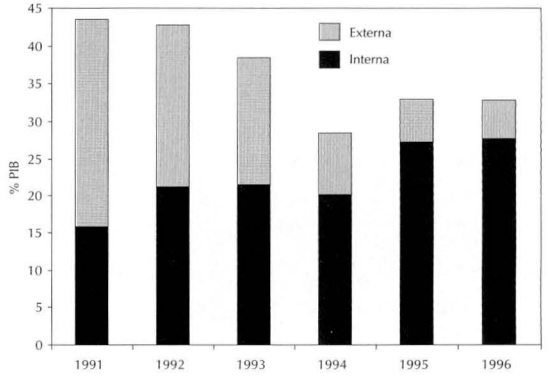
El aumento del déficit en 1995 interrumpió el proceso de caída progresiva de la deuda neta del sector público como proporción del PIB[14], el cual se venía dando desde el inicio de la década, como lo muestra el Gráfico 9. Entre diciembre de 1994 y diciembre de 1995, la deuda neta aumentó de 28.5 a 32.2% del PIB. El gráfico también muestra un aumento muy pequeño de la deuda neta en los primeros cuatro meses de 1996. Esto se debió a que el déficit operacional en este cuatrimestre fue mucho menor del registrado durante 1995, o sea, 3.65% del PIB.

Gráfico 8. SUPERAVIT/DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO (% del PIB)



* Excluye gastos con intereses
** Incluye gastos con intereses reales
*** Enero - abril de 1996
Fuente: Banco Central de Brasil.

Gráfico 9. DEUDA NETA DEL SECTOR PUBLICO (% del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil.

[12] A través del PROER, el Banco Central presta a los bancos en problemas (que por lo general estan intervenidos por la autoridad monetaria) la diferencia entre el valor total de los pasivos y el valor de los activos buenos de esos bancos que son transferidos a nuevos controladores. Como garantía de esos préstamos, son aceptados por el valor nominal, créditos contra el gobierno, con valor de mercado (pero no de nominal apariencia) menor del que la deuda bruta que es eventualmente emitida para enjugar la expansión monetaria provocada por los préstamos hechos a los bancos intervenidos.

[13] El sector público es definido como la suma del gobierno federal (incluido el Banco Central), los gobiernos estatales y municipales y las respectivas empresas estatales no financieras.

[14] La deuda neta del sector público comprende tanto la deuda externa (neta de las reservas internacionales en el concepto de liquidez internacional), como la deuda interna (neta en particular de los créditos internos del Banco Central contra el sector bancario público y privado).

Aunque este resultado es bienvenido, debe ser contrapuesto al hecho de que la composición de la deuda neta se había vuelto más onerosa a lo largo del tiempo. Conforme se ilustra en el Cuadro 1, la deuda interna representada por títulos públicos federales era de 11.2% del PIB en diciembre de 1994 y pasó a 16.3% del PIB en diciembre de 1995 y a 19.6% del PIB en abril de 1996.

Los datos del cuadro también permiten concluir que, del aumento de 8.4 puntos porcentuales del PIB en la deuda bruta del gobierno federal entre diciembre de 1994 y abril de 1996, tan solo 2 puntos se debieron al déficit público federal acumulado en el período, conforme a lo indicado por el comportamiento de la deuda neta. De la diferencia, 3.2 puntos son imputables a la reducción en otros tipos de deuda (en general menos onerosas que la deuda bruta, tales como la base monetaria y la deuda externa) y otros 3.2 puntos a la adquisición de activos financieros por el gobierno federal, en forma de créditos contra instituciones financieras nacionales públicas y privadas (2.2 puntos), y de reservas internacionales (1.1 puntos).

IV. EVALUACION Y PERSPECTIVAS

Aunque el Plan Real fue un suceso extraordinario en los seis primeros meses de vida, hoy es claro que la economía brasileña iba por un camino insostenible, tanto debido al desequilibrio creciente entre demanda y producción, como por la continua presión de los salarios sobre los precios en el momento en que el país fue golpeado por la crisis mexicana. Las causas de estas tendencias eran múltiples: la indexación de los salarios, el déficit público, la revaluación del tipo de cambio y la expansión del crédito al sector privado.

El gobierno actuó inicialmente sobre el crecimiento del crédito y la revaluación cambiaria. Entre junio y diciembre de 1994, el crédito de los bancos al sector privado había crecido en 37%. Con las medidas de contracción crediticia adoptadas, esta expansión

Cuadro 1. DEUDA PUBLICA NETA Y PIB

	Diciembre 1994	Diciembre 1995 (% del PIB)	Abril 1996
Deuda neta del gobierno federal	12.3	14.1	14.3
Deuda bruta	31.4	35.2	36.6
Interna	18.1	23.3	25.5
Tít. Públ. Fed.	11.2	16.3	19.6
Externa	13.3	11.9	11.1
Créditos	19.1	21.1	22.3
Internos	11.9	13.2	14.0
Del Banco Central	5.3	6.9	7.5
Reservas internacionales	7.2	7.9	8.3
Deuda neta gobierno, estados y municipios	9.5	11.1	11.6
Deuda neta de los estados	6.7	7.0	6.8
Deuda neta sector público (1+2+3)	28.5	32.2	32.8
PIB (R$ miles de millones)	537.3	656.3	689.8

Fuente: Banco Central de Brasil.

se redujo al 21% en el primer semestre y a apenas 6.5% en el segundo semestre de 1995. A su vez, la revaluación del tipo de cambio, que hasta diciembre de 1994 había sido del 15% en términos nominales, a partir de marzo de 1995 se corrigió progresivamente con la introducción del régimen de bandas cambiarias deslizantes.

En cuanto a los salarios, el gobierno decidió cumplir los compromisos políticos adquiridos con ocación de la creación de la URV, a saber el reajuste pleno de los funcionarios públicos en enero de 1994, el reajuste del salario mínimo a R$100 en mayo de 1994 y el mantenimiento de la indexación salarial hasta junio de 1995. Fue solamente a partir de esta última fecha que fue posible tomar medidas más efectivas de desindexación para detener la escalada de los salarios nominales en el sector privado.

Con respecto a los salarios de los funcionarios públicos, al salario mínimo legal y a las jubilaciones, únicamente a partir de 1996 fue posible adoptar las medidas correctivas: los salarios de los funcionarios públicos no se aumentaron en enero, como había ocurrido en años anteriores; en mayo, el salario mínimo fue ajustado un 12% y no por la variación total del INPC desde mayo del año anterior -aproximadamente el 20%-, y las prestaciones sociales fueron ajustadas en 15%, teniendo como contrapartida la institución de una contribución sobre las jubilaciones del sector público.

Este conjunto de medidas permitió corregir el desequilibrio entre demanda y producción, como lo muestra el comportamiento, tanto de la balanza comercial como de la inflación a partir del segundo semestre de 1995. Con la reducción de las tasas de interés, la corrección más acentuada de las tarifas y precios públicos y el no aumento de los salarios de los funcionarios públicos, el déficit público operacional se redujo, de 4.99% en 1995 a 3.65% del PIB en el año hasta abril de 1996, y, de mantenerse la actual situación fiscal, deberá situarse entre el 2.5 y 3.0% del PIB a final del año.

Son varios los interrogantes que en materia de política económica se plantean de aquí en adelante. Uno de los principales es saber si las actuales combinaciones de déficit público y devaluación cambiaria, por un lado, y de devaluación cambiaria y presiones de costos, por el otro, son compatibles con una reducción de la inflación y con el mantenimiento del equilibrio externo, especialmente en un contexto de progresivo relajamiento de la política monetaria que permita llevar las tasas de interés a niveles compatibles con la rentabilidad del capital en la producción.

V. DEFICIT PUBLICO Y POLITICA CAMBIARIA

Para analizar la compatibilidad del déficit público con la política cambiaria hay que hacerse la siguiente pregunta: ¿es compatible la tasa de inflación permitida por el ritmo actual de devaluación cambiaria (de aproximadamente 7% e.a.) con la tasa de inflación *requerida* en el largo plazo para financiar -mediante el impuesto inflacionario- los niveles actuales de déficit público? Como se demuestra en el anexo, esa tasa requerida de inflación está dada por la siguiente ecuación:

$$p = [G/PY - y(M+B)/PY](PY/M)$$

donde:

p = tasa requerida de inflación
G = déficit público operacional
PY = PIB nominal

y = tasa de crecimiento del PIB real
M = base monetaria
B = deuda pública onerosa neta

Tomando los siguientes valores para 1996: G/PY = 0.025; y = 0.04; (M+B)/PY = 0.33, y PY/M = 40.0 (correspondientes a una relación entre la base monetaria y el PIB igual a 2.5%), se obtiene una tasa requerida de inflación nada menos que del 47% e.a., claramente incompatible con el ritmo de inflación permitido por la actual política cambiaria.

Con el fin de reducir la tasa requerida de inflación para el ritmo actual de devaluación cambiaria, de 7% e.a., sería necesario, de acuerdo con la ecuación anterior, llevar el déficit operacional de 2.5 a 1.5% del PIB. Si esto no es posible, el gobierno podría impedir un crecimiento adicional de la relación entre la deuda y el PIB, mediante un programa de privatizaciones por 1% del PIB, para ser utilizado exclusivamente en la disminución de su deuda pública onerosa. Esto bajo el supuesto de que el déficit operacional se sitúe en 2.5% del PIB. En el caso de que se quede en 3.0% del PIB, el ritmo requerido de privatizaciones para la disminución de la deuda tendría que ser igual a 1.5% del PIB.

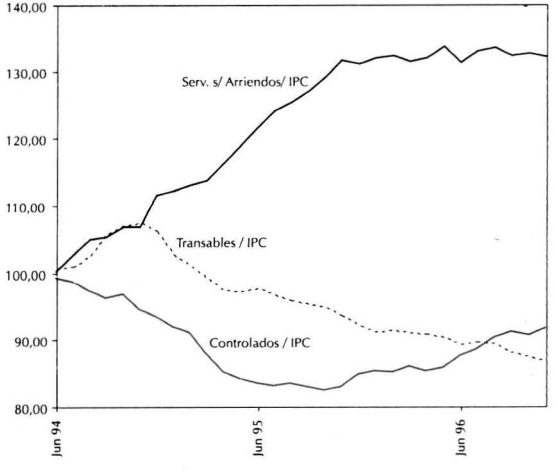
VI. BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

El mantenimiento del equilibrio externo se relaciona con la capacidad de la política de minidevaluaciones cambiarias para dirigir el proceso inflacionario a corto plazo. Es decir, depende de la medida en que la tasa de inflación *observada* coincida con la tasa de inflación *permitida* por la tasa de cambio. Admitiendo que, en el contexto de una economía abierta, los precios de los bienes transables responden a la dirección de la tasa de cambio (cuestión ésta que se considera en el próximo ítem), el problema consiste en conocer si la evolución de los precios de los bienes no transables (típicamente, servicios privados) converge hacia la de los transables. En caso contrario, se estaría produciendo una progresiva supervaloración del tipo de cambio, que terminaría por generar un desequilibrio externo insostenible.

Se trata de una cuestión empírica que puede tratarse de la siguiente manera: se divide el índice de precios al consumidor para la ciudad de Sao Paulo calculado por la FIPE-USP (IPC-FIPE) en cuatro componentes: precios estacionales (alimentos y vestuario), precios controlados (incluyendo, además de los servicios públicos, gasolina, alcohol, medicamentos, cigarrillos y pensiones escolares), servicios privados (excluyendo alquileres, tanto por su comportamiento peculiar, como por las conocidas deficiencias del índice de la FIPE, en este ítem) y bienes transables (todos los demás).

El Gráfico 10 muestra el comportamiento de tres relaciones relevantes para el período compren-

Gráfico 10. EVOLUCION ACUMULADA (Diez 93 = 100)



dido entre enero de 1994 y junio de 1996: precios de los servicios privados/IPC-FIPE, precios de los bienes transables/IPC-FIPE y precios de los bienes controlados/IPC-FIPE. El gráfico ilustra claramente, la divergencia progresiva entre los precios de los bienes transables y los de los servicios en la fase inicial del Plan Real.

Mientras que a partir de junio de 1995, los precios de los servicios se han mantenido estables con relación al índice general, los precios de los bienes transables continúan divergiendo del índice general. La razón de ello es que, a partir de junio de 1995, el desfase hasta entonces observado en los precios de los bienes controlados se corrigió de manera significativa. Es decir, que aunque no se pueda afirmar que los precios estaban siendo determinados de una manera general por el tipo de cambio, sí es cierto que, un año después del lanzamiento del Plan, se produjo una convergencia de los precios de los bienes no transables hacia el promedio del índice de precios.

En este proceso, se abrió una gran brecha entre los precios de los servicios privados y los de los bienes transables. En el período entre enero de 1994 y mayo de 1996, los primeros se incrementaron en un 50% por encima de los segundos. Aunque, ese movimiento de precios relativos puede interpretarse como indicativo de un menor estímulo para la producción de bienes transables con relación a la de bienes no transables, hay que considerar que los servicios privados no son actividades típicamente empresariales que ofrezcan alternativas de inversión para los capitales empleados en las actividades comerciales. Es decir que, considerando la alta intensidad de utilización de mano de obra en los servicios, ese cambio de precios relativos parece estar reflejando verdaderamente un mayor poder adquisitivo de los salarios sobre los bienes transables, desde el inicio del Plan Real.

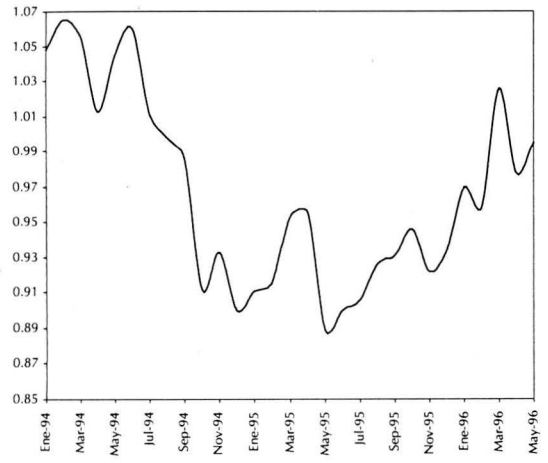
En estos términos, en vez de hacer comparaciones entre los precios de los bienes transables y los de los servicios para inferir posibles desestímulos de producción de los primeros, parece más adecuado verificar directamente la evolución de la competitividad externa y de la rentabilidad interna en la producción de tales bienes.

VII. CAMBIO, COMPETITIVIDAD Y RENTABILIDAD

Para entender la situación así planteada, debe señalarse que el raciocinio en el punto anterior supone que se trata de un "país pequeño", incapaz de afectar el precio en moneda extranjera de los bienes transables qué produce. Este supuesto, sólo se aplica parcialmente al Brasil, debido a la importancia que tienen los productos manufacturados diferenciados en las tarifas de exportación y de los que compiten con las importaciones. Cuando se trata de productos transables diferenciados, la tasa de cambio también puede afectar los precios relativos de los bienes transables nacionales en relación con productos semejantes importados, esto es, su *competitividad.*

En el Gráfico 11 se evalúa la evolución a partir de enero de 1994 de la competitividad de los bienes transables nacionales mediante la utilización de una tasa de cambio real efectiva, a precios de mayo de 1996, donde los deflactores son, para el Brasil, el IPA-industrial, y para los socios comerciales, los respectivos índices de precios al productor (IPP). Los movimientos ascendentes indican una devaluación; los descendentes, una revaluación de la tasa de cambio real efectiva[15].

Gráfico 11. TASA DE CAMBIO REAL EFECTIVA (R$/US$ - IPA - ind/PPI)



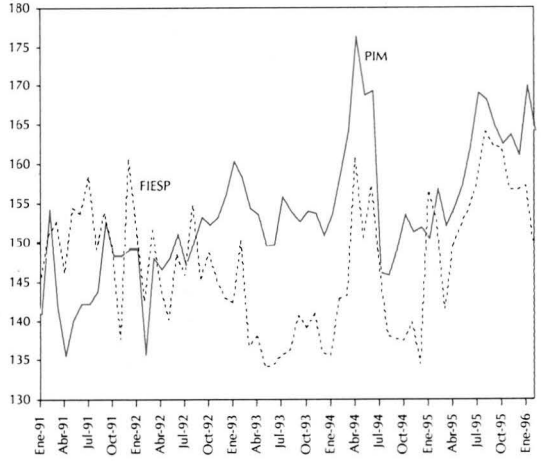
En el Gráfico 11 se observa que, en el primer semestre de 1994, el tipo de cambio real permaneció relativamente estable; posteriormente desde la entrada del Plan Real hasta finales de 1994, se produjo una revaluación importante. A partir de mayo de 1995, con la minidevaluación de marzo de 1995 y la subsiguiente adopción de las bandas cambiarias deslizantes, el tipo de cambio empezó a devaluarse sistemáticamente en términos reales. En mayo de 1996, la revaluación de la tasa de cambio real se situó en un nivel de 6.6% en relación con los valores promedios observados en el primer semestre de 1994.

Habría que analizar en qué medida esa pequeña pérdida de competitividad podría estar ligada a otra pérdida, la de *rentabilidad* en la producción de bienes transables. Es decir, debe analizarse en qué medida se estaría produciendo una presión sobre los costos de los productos exportables y los sustitutos de importación, presión que no es del todo trasladada a los precios debido a la competencia de los productos extranjeros en el país y en el exterior.

Para evaluar esa presión de los costos, se tomaron dos series: el valor de la nómina sobre el valor de la producción, tomado de la Muestra Mensual Industrial del IBGE y el total de los salarios nominales sobre el total de las ventas nominales tomado de la Muestra Mensual Industrial de la FIESP. Esas series se presentan en forma no ponderada en el Gráfico 12 para el período comprendido entre enero de 1991 y febrero de 1996[16].

Tanto la serie del IBGE como la de la FIESP indican una fuerte presión de costos en el período cubierto por la URV, de marzo a junio de 1994, lo cual sugiere que, inmediatamente después de

Gráfico 12. COSTO UNITARIO DEL TRABAJO (Datos no ponderados)



Enero 85 = 100.

[15] Agradezco a Dionisio Dias Carneiro el suministro de la serie de tasa de cambio real.

[16] Agradezco a Gustavo Gonzaga el acceso al banco de datos del Grupo de Economía de Trabajo del Depto de Economía de la PUC-Rio, de donde fueron tomados los datos del Gráfico 12.

la conversión de salarios a URV, éstos fueron nuevamente reajustados en los acuerdos y negociaciones colectivas, que están muy concentrados en abril-junio. Esta presión se revertió totalmente con la fuerte inflación que se produjo antes de la entrada del Real, la cual se puede observar en los gráficos en los meses de julio y agosto de 1994. A partir de ese momento, las relaciones nómina/valor de la producción y nómina/ventas tienden a estabilizarse hasta el final del año.

En el primer semestre de 1995 hubo un fuerte aumento de la presión de los costos salariales. Entre tanto, debido al fin de la indexación salarial y al enfriamiento de la economía, se produjo a partir de agosto de 1995, un proceso de reversión de esa presión de costos en ambas series. Los últimos datos observados, de febrero de 1996, se sitúan en valores un poco superiores a aquellos vigentes antes del Plan, a saber, un 6.7% más altos que el promedio de 1993 en el caso del IBGE, y 7.6% más altos en el caso de la FIESP.

En conclusión, a pesar de que la presión de los costos salariales continúa afectando la *rentabilidad* de las actividades industriales, esa presión es ahora mucho menor que la que se presentó hasta julio de 1995, y parece estar cediendo.

Como se vio anteriormente, también existe cierta pérdida de competitividad de la industria nacional en relación con los competidores internacionales.

Se podría construir un índice sintético que incluyera de manera multiplicativa las pérdidas de rentabilidad y de competitividad, de la siguiente manera: el índice de competitividad está dado por P/eP*, donde P=IPA-industrial Brasil, e = tasa de cambio efectiva R$/canasta de monedas, y P* = IPP de los países competidores. El índice de rentabilidad está dado por wN/pQ, donde w = tasa de salarios, N = nivel de empleo, p = precio promedio de la industria, Q = cantidad de ventas o producción. Suponiendo que p =P, el índice sintético estaría dado por: (wN/pQ)(P/eP*) = (w/eP*)(Q/N) = costo unitario del trabajo en moneda extranjera.

De acuerdo con este indicador, la tasa de cambio real estaría, en los primeros meses de 1996, un 14% más valorizada que antes del Plan, un valor que corresponde al divulgado por la Funcex. Esta revaluación está en proceso de corrección gradual desde el segundo semestre de 1995, debido a los efectos del enfriamiento de la economía y de la desindexación de los salarios, junto con el incremento de la productividad y la reducción de la tasa de cambio nominal.

ANEXO
LA ARITMETICA DEL DEFICIT PUBLICO Y LA INFLACION

Tomando todas las variables como proporción del PIB, el déficit nominal (diferencia entre los gastos y los ingresos del gobierno) financiado por un creciente endeudamiento neto (externo e interno) y por la emisión de moneda:

$$D/PY = B'/PY + M'/PY \qquad (1)$$

donde:

D = déficit nominal
B' = crecimiento de la deuda neta
M' = crecimiento de la base monetaria
PY = PIB nominal (igual al nivel de precios, P, veces el producto real, Y).

El déficit nominal puede descomponerse en déficit operacional, G, y corrección monetaria de la deuda neta, pB:

$$D/PY = G/PY + pB/PY \qquad (2)$$

Los crecimientos de la deuda neta y de la base monetaria pueden, a su vez, descomponerse de la siguiente forma:

$$B'/PY = (B/PY)' + p(B/PY) + y(B/PY) \qquad (3)$$

$$M'/PY = (M/PY)' + p(M/PY) + y(M/PY) \qquad (4)$$

donde:

B/PY = deuda neta como proporción del PIB
M/PY = base monetaria como proporción del PIB
p = P'/P = tasa de inflación
y = Y'/Y = tasa de crecimiento del producto real

Sustituyendo (2), (3) y (4), en (1), tenemos:

$$G/PY + pB/PY = (M/PY)' + (B/PY)' + pM/PY + pB/PY + y(M + B)/PY \qquad (5)$$

En una situación de crecimiento equilibrado, tanto la base monetaria como la deuda neta deben crecer a las mismas tasas del PIB, lo que implica que $(M/PY)' = 0$ y $(B/PY)' = 0$. Introduciendo esos valores en (5) y sacando pB/PY de ambos lados de la ecuación, esta podría ser resuelta hacia el valor de p, el cual debe prevalecer en condiciones de crecimiento equilibrado, a saber:

$$p = [G/PY - y(M + B)/PY](PY/M) \qquad (6)$$