

Política monetaria durante la transición a un tipo de cambio flotante

La experiencia de Brasil

La crisis financiera que estalló en Asia en 1997 se expandió rápidamente hacia otras regiones en desarrollo cuando los inversionistas internacionales, presas del pánico, retiraron su capital. En este artículo, el Presidente del Banco Central del Brasil esboza las medidas que su país adoptó para evitar un desastre financiero al interrumpirse repentinamente la afluencia de capital privado del exterior.

Armínio Fraga Neto



Armínio Fraga Neto,
Presidente del Banco
Central del Brasil

LOS ANTECEDENTES de la crisis financiera de Brasil de comienzos de 1999 revelaban la existencia de fragilidades fiscales y de balanza de pagos: a mediados de 1998, la posición fiscal consolidada del país registraba un déficit primario, pues el gasto público, excluidos los pagos de intereses, superaba al ingreso. El grueso de la deuda pública interna —que ascendía al 40% del PIB— consistía en financiamiento a corto plazo. El déficit corriente se acercaba al 5% del PIB, aún con la economía entrando en recesión. Fue en esas condiciones que, como ocurre con frecuencia en países vulnerables, estalló una crisis económica: al incumplir Rusia su deuda en agosto, se detuvo la afluencia de capital en Brasil.

Esta situación obligó al país a hacer flotar el real, lo que hizo cundir el pánico en enero de 1999. En febrero, el real se derrumbó a 2,15 por dólar, frente a 1,20 a comienzos del año. La situación era nefasta: Brasil podía verse pronto envuelto en todo tipo de problemas. Ante la devaluación, una reacción aconsejada por el pánico podría haber creado graves desequilibrios, al atizar la inflación y empujar a la economía hacia una profunda

recesión. La amenaza de la inflación era especialmente importante dada la historia del país; los observadores preveían tasas de inflación del 30% al 80%. Las previsiones de crecimiento del PIB para 1999 oscilaban entre el 3% y el 6%.

Se frena el pánico

La primera alternativa que enfrentamos fue volver a un régimen de paridad regulada o fija o ir a la flotación. Por las razones normales de una zona monetaria óptima, entendimos conveniente dejar que el real flotara, pero para ello necesitábamos una nueva ancla nominal. No parecía viable una política basada en un agregado monetario, en particular teniendo en cuenta la incertidumbre inherente a la crisis que abatía a la economía brasileña. Otra posibilidad era adoptar una política totalmente discrecional, sin un ancla específica. Sin embargo, dado el grado de inestabilidad previsto, resultaba esencial un compromiso más firme y transparente. Fue así que optamos por establecer toda una estrategia basada en metas explícitas de inflación.

También teníamos que decidir cuándo era mejor anunciar las metas de inflación. La cuestión era determinar si tenía sentido

“La reacción de política ante la crisis consistió en una combinación de restricción fiscal, ajuste de la política monetaria y fijación de una meta de inflación, y apoyo financiero externo.”

anunciar de inmediato una meta de inflación o si era mejor esperar hasta que se calmaran un poco las aguas. Era demasiado arriesgado anunciar enseguida una meta para varios años. El temor era que, al anunciar una meta demasiado fácil de cumplir o una meta con muchas posibilidades de no ser cumplida, estuviéramos arriesgando lo que considerábamos el contexto a largo plazo correcto para el Brasil. Sabíamos que, si aplicábamos las políticas correctas, la inflación eventualmente se desaceleraría, pero no resultaba claro a esa altura a cuánto se podía disparar la inflación ni cuán rápidamente bajaría. No sabíamos qué gravedad tendría el reajuste ni cómo reaccionaría la economía.

De manera que optamos por una solución en dos etapas. En marzo de 1999 anunciamos 1) que nuestro objetivo era reducir la inflación a una tasa anualizada de un dígito para el último trimestre del año y 2) que a fines de junio estaría establecida la estrategia de metas explícitas de inflación. La meta de fin de año sirvió de ancla transitoria, lo que contribuyó a contener el pánico.

El elemento favorable a esa altura era que en los seis meses anteriores a la crisis la política fiscal había dado un giro extraordinario. Entre octubre y febrero, Brasil había implementado unas cuantas modificaciones en su política. El camino no resultaba fácil; algunas medidas importantes no prosperaron en el Congreso y hubo que volver a presentarlas más adelante. Pero, al final, Brasil pudo pasar de un déficit primario de 1% del PIB en 1997 a un superávit corriente del 3% del PIB a fines de 1998 y al inicio de 1999. Esa era la clave. Si no se hubiera generado un superávit primario, se habría exacerbado la preocupación por la futura trayectoria de la razón deuda/PIB.

En esos momentos existía poca confianza en el nuevo rumbo fiscal de Brasil. Las tasas de interés seguían en el 39% que habían alcanzado antes de la flotación y teníamos que decidir qué hacer al respecto, si es que se imponía tomar alguna medida. Utilizamos como referencia elemental la inflación prevista que, en la práctica, equivalía a aplicar de inmediato una estrategia no formal de objetivos de inflación.

La primera interrogante era en qué grado la devaluación del real creaba presiones inflacionarias. Todavía no disponíamos de datos sólidos puesto que hacía muy poco que el tipo flotante había sustituido al régimen regulado. Hicimos unos cálculos rápidos: supusimos que el coeficiente de transmisión (de la devaluación a la inflación) era del 30% a 40% (sobre la base de la proporción estimada de bienes transables en la economía). Con el tipo de cambio a 2,15, ello podría significar una tasa de inflación muy alta. Algo había que hacer: fue así que subimos las tasas de interés al 45%.

Aunque siempre es peligroso que el presidente de un banco central se guíe por el mercado, estaba convencido de que el tipo de cambio avanzaba rápidamente a un reajuste excesivo o una burbuja que tendría consecuencias negativas e imprevisibles. Esta visión se basaba en cálculos razonables de balanza de pagos y tipo de cambio real que parecían implicar

que una devaluación del 50%, en términos reales, era más que suficiente. Por lo tanto, si podíamos contener el pánico, el excesivo reajuste y las expectativas de inflación disminuirían. Establecimos el concepto de sesgo de la tasa de interés (como el de la Reserva Federal de Estados Unidos) e inmediatamente anunciamos un sesgo por defecto en los intervalos entre las futuras reuniones del Comité de Política Monetaria. Ello significaba que el Banco Central podría bajar las tasas en esos intervalos sin requerir una nueva votación en el Comité. La reacción del mercado fue positiva: la curva de rendimiento se invirtió casi instantáneamente, algo que no se veía en Brasil desde hacía mucho tiempo.

Para contener más el pánico, había que prestar atención a otro elemento: el financiamiento internacional. Dada la fragilidad de la situación de la deuda pública en ese momento, existía el riesgo de que se interpretara que al aplicar únicamente una política de altas tasas de interés se llevara al país por el camino errado, el que conducía a una razón deuda/PIB cada vez más alta. El reajuste excesivo del tipo de cambio se debía en parte a que los mercados dudaban de nuestra capacidad para financiar la balanza de pagos en los meses siguientes.

El conjunto de medidas de asistencia financiera del FMI fue fundamental. Junto a la formulación de una respuesta de política a nivel interno, nos empeñamos con el FMI en articular un plan de financiamiento internacional que cubriera los meses de abril a junio. En la articulación del plan se adoptó una visión muy conservadora (¡pero muy razonable!) de nuestra capacidad de financiamiento de la balanza de pagos en ese período. Se manejaron tasas de refinanciamiento muy bajas para la mayoría de los vencimientos que se acercaban y se previó una brecha financiera que se cubriría con préstamos de instituciones multilaterales y bilaterales.

Se presentaron las cifras a los bancos comerciales para demostrar que la balanza de pagos sería viable con tasas de refinanciamiento de menos del 100% para las líneas de crédito comerciales e interbancarias. Pedimos entonces a los bancos su apoyo voluntario. Mantuvimos conversaciones con algunos grupos de bancos que representaban una región geográfica importante. Para estimular el refinanciamiento colectivo de las líneas comerciales e interbancarias, aportamos información a cada grupo, no sólo sobre su propio riesgo en Brasil, sino sobre el riesgo de todas las demás regiones. A partir de entonces, se informaría con frecuencia del riesgo bancario en Brasil. Este mecanismo de usar la información como instrumento de coordinación funcionó bien y, en agosto, ya no necesitamos el acuerdo voluntario.

Respuesta exitosa ante la crisis

En pocas palabras, la reacción de política ante la crisis consistió en una combinación de restricción fiscal, ajuste de la política monetaria y fijación de una meta de inflación, y apoyo financiero externo. Hasta ahora, los resultados han sido extraordinariamente positivos. El tipo de cambio se estabilizó,

ubicándose rápidamente por debajo de los 2 reales por dólar. Las expectativas de inflación también disminuyeron, lo que nos permitió utilizar el sesgo de las tasas de interés en dos ocasiones en marzo de 1999; primero se redujeron al 42% y, luego, al 39½%. Las tasas sintéticas internas en dólares bajaron en forma espectacular, de un rango comprendido entre 10% y más de 20% a alrededor del 5%, no muy superiores a las tasas internacionales. Ya no necesitábamos capital a corto plazo, como no fuera para el financiamiento de la balanza de pagos.

En los meses siguientes pudimos aplazar gradualmente los vencimientos de la deuda pública interna, de seis meses a cerca de un año. En junio de 1999, ya había desaparecido el pánico. Conforme a lo planeado, a fin de mes se anunciaron las metas de inflación para el resto de 1999 y para los dos años siguientes. Se optó por un índice amplio de precios al consumidor (el IPCA). Las metas son de 8% para 1999, 6% para 2000 y 4% para 2001. La estrategia de objetivos de inflación cumplirá así una función doble: de ancla nominal permanente y de pauta transitoria de desinflación. Esta situación no difiere mucho de la de otros países que adoptaron objetivos de inflación inmediatamente después de dejar flotar la moneda.

Se introdujo una banda de dos puntos porcentuales en torno a las metas. La banda es más amplia que la de la mayoría de los países porque Brasil aún no cuenta con un índice de inflación básico y en esta etapa se plantea una mayor incertidumbre intrínseca. Hemos tenido cuidado de no centrar mucho la atención en la banda para no distraer las expectativas de la trayectoria que marcan las metas fijadas. La banda existe como guía de la reacción a conmociones de la demanda y como advertencia al Ministro de Hacienda en caso de incumplimiento de las metas.

Las actas de las reuniones mensuales del Comité de Política Monetaria se divulgan con un desfase de dos semanas, que pronto se reducirá a una semana. Se elabora también un informe trimestral de la inflación, que desde el número de septiembre de 1999 se publica simultáneamente en portugués e inglés. Se puede acceder a ambos documentos en el sitio del Banco Central del Brasil en Internet, www.bcb.gov.br. Este informe, que es muy detallado, sigue el modelo de los que publican Suecia y el Reino Unido.

La economía brasileña ha capeado bien la crisis. Pese a la serie de conmociones internas y externas que sufrió desde junio, el tipo de cambio ha flotado con muy escasa intervención del Banco Central. Las intervenciones se anuncian al cierre de la jornada. La inflación de 1999 alcanzó el 8,9%, ubicándose dentro del intervalo de tolerancia, y las expectativas para el 2000, medidas en una amplia gama de variables, apunta a menos del 7%. Lo más sorprendente es que la economía ha registrado crecimiento en dos trimestres consecutivos (gracias, en parte, a que el sector privado no estaba excesivamente endeudado y estaba poco expuesto a un riesgo cambiario en divisas cuando empezó la crisis). El crecimiento del PIB se calcula en casi 1% para 1999 y 4% para el 2000.

En cuanto a la balanza de pagos, el déficit en cuenta corriente pasó de US\$33.000 millones a US\$24.000 millones en 1999, siendo totalmente financiado por una afluencia sin

precedentes de US\$30.000 millones en inversión extranjera directa. Pese a la depresión en los precios de los productos básicos, para el 2000 se prevé una franca recuperación de la exportación merced a la mayor competitividad del país y a un entorno internacional más favorable. La balanza comercial de Brasil podría registrar un superávit cercano a los US\$4.000 millones en el año 2000, inclusive previéndose un aumento de la importación.

La estrategia basada en metas explícitas de inflación tuvo un comienzo prometedor para Brasil. El mecanismo de consulta sobre dichas metas adoptado por primera vez por el FMI en la última revisión del programa subraya el acierto de nuestra política monetaria actual.

En cuanto a los aspectos microeconómicos, acaba de concluir una importante reforma de la normativa del mercado de dinero y del mercado de deuda pública interna. Asimismo, se está superando sustancialmente la represión financiera. El plan consiste en reducir el volumen del crédito directo y el encaje legal para mejorar la eficacia microeconómica y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Se está liberalizando la cuenta de capital de la balanza de pagos. Este año prestaremos especial atención a la reforma de los mercados de capital, incluyendo un ajuste de las normas sobre transparencia y protección de los accionistas minoritarios, lo que se complementará con la adopción de medidas de prudencia más rigurosas que incluyen la revisión del sistema de pagos y el mejoramiento de la supervisión y regulación bancarias. Estas reformas microeconómicas respaldarán la fijación de objetivos de inflación combinados con un régimen de tipos de cambio flexibles. **F&D**

Este artículo se basa en una presentación ante la Conferencia Jackson Hole del Banco de la Reserva Federal de Kansas, celebrada en agosto de 1999.

Annual Report • Annual Meetings • Article IV Consultations • Articles of Agreement • Asian Crisis Response • Balance of Payments • Bookstores • By-Laws, Regulations and Resolutions • Documents • Communiqués • Conditionality • Commodity Prices • Country Assessments • Country Information • DSBB • Data Standards • Database of Economic, Commodity and Development Organizations • Employment Opportunities (EJO) • ESAF • Exchange Rates • Executive Directives • Evaluation of ESAF • Finance & Development • Financial Statements • Frequently Asked Questions • Gold • Governors • Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) • How to apply for employment • How to order publications • IMF Contacts • IMF Institute • IMF Survey • Internships • Investments • Joint Vienna Institute • Joint World Bank-IMF Institute • Library • List of Members • Letters of Intent • Librarian • List of Staff • Member Country Publications • Members • Memorandums of Economic and Financial Policies • News • News Briefs • Officers of the IMF • Order infor-

Más información sobre el FMI:

www.imf.org