

# Las políticas económicas de Keynes: Reflexiones sobre la economía brasileña en el período 1995-2009

*Fábio Henrique Bittes Terra y Fernando Ferrari Filho*

## RESUMEN

Como es sabido, Keynes propone la deliberada acción del Estado —sobre todo mediante la implementación de políticas económicas— a objeto de coordinar y estabilizar la dinámica de las economías monetarias. En ese contexto, los objetivos de este trabajo son recuperar y presentar las prescripciones de política económica de Keynes —específicamente las políticas monetaria, fiscal y cambiaria— y analizar el desempeño de la economía brasileña en el período 1995-2009, a partir de la lógica de funcionamiento de la política económica keynesiana. Los resultados obtenidos indican que las políticas económicas posteriores al Plan Real no lograron mantener a la economía brasileña en una trayectoria de crecimiento sostenido y estable ante las crisis económicas endógenas y exógenas observadas a lo largo del período examinado. Asimismo, en las conclusiones se cuestiona el carácter keynesiano de las políticas anticíclicas implementadas por las autoridades económicas brasileñas desde la crisis internacional de 2007-2008.

---

<b>PALABRAS CLAVE</b>	Economía keynesiana, política económica, macroeconomía, política monetaria, política fiscal, tipos de cambio, Brasil
<b>CLASIFICACIÓN JEL</b>	B22, E12, E63
<b>AUTORES</b>	Fábio Henrique Bittes Terra es profesor adjunto del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Uberlândia. fhbterra@yahoo.com.br  Fernando Ferrari Filho es profesor titular de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Federal de Rio Grande do Sul e Investigador del Consejo Nacional de Desarrollo Científico y Tecnológico (CNPq). ferrari@ufrgs.br

## I Introducción

En la teoría económica de John Maynard Keynes se propone una deliberada actuación del Estado en la economía con el objetivo de prevenir las crisis de demanda efectiva inherentes a la dinámica de las economías monetarias. Sin embargo, salvo en algunos pocos pasajes concentrados en el último capítulo de su obra más influyente, *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Keynes examina marginalmente las características que la política económica debería tener para concretar dicha acción estatal.

Desde la década de 1970, algunos autores se dedicaron a recuperar las prescripciones de política económica contenidas en las obras de Keynes, entre ellos Davidson (1972 y 1982); Minsky (1982 y 1986); Kregel (1985 y 1994-1995), y Carvalho (1992). Además de corregir la interpretación errónea de las propuestas keynesianas de política económica, inadvertidamente confundidas con políticas de dinero fácil y desequilibrios presupuestarios por parte de la corriente de pensamiento mayoritaria, se hacía hincapié en su actualidad. A pesar de haber sido formuladas décadas atrás, las indicaciones de política económica de Keynes son bastante actuales y conciernen a la articulación de políticas económicas con las que se procura la expansión de la demanda efectiva y el pleno

empleo, sin descuidar la estabilidad monetaria y los equilibrios presupuestario y externo.

En ese contexto, el objetivo inicial de este trabajo consiste en presentar las prescripciones de política económica de Keynes, en particular las políticas monetaria, fiscal y cambiaria. Una vez presentadas las referidas políticas, se hace una breve reflexión sobre las políticas económicas implementadas en el Brasil después de la introducción del Plan Real en julio de 1994 y, más específicamente, en el período posterior a la crisis financiera internacional de 2007-2008. La idea consiste en analizar la economía brasileña a lo largo de ese período de acuerdo con la lógica de funcionamiento de la política macroeconómica keynesiana.

Para ello, el artículo se estructura en cuatro secciones, incluida esta Introducción. En la sección II se presentan las políticas monetaria, fiscal y cambiaria desde la perspectiva keynesiana. Sobre la base del marco teórico descrito, en la sección III se establece si las políticas macroeconómicas implementadas entre 1995 y 2009, incluso aquellas aplicadas durante la crisis financiera internacional, constituyen políticas económicas keynesianas. En la sección IV se presentan las conclusiones del artículo.

## II Las políticas monetaria, fiscal y cambiaria propuestas por Keynes

En general, la inestabilidad cíclica en los niveles de producto y empleo siempre fue una de las preocupaciones fundamentales de Keynes (Ferrari Filho, 2006a). En última instancia, este autor afirmaba que el problema de las fluctuaciones deriva del hecho de que “una economía monetaria [...] es, ante todo, aquella en que ‘los cambios de opinión con respecto al futuro’ son capaces de influir en el volumen de empleo” (Keynes, 1964, pág. 4).

Como es sabido, Keynes define las economías capitalistas como “economías empresariales o economías monetarias de producción”. La característica esencial de una economía monetaria es que la moneda no es

solo un medio de intercambio, sino un activo capaz de prevenir las modificaciones en las expectativas de los agentes en términos de “cambios de opinión con respecto al futuro”, pues reserva poder de mando sobre la riqueza social a lo largo del tiempo y posee liquidez máxima para saldar tanto las transacciones a la vista como los contratos para pagos futuros. Dependiendo de la forma en que la preferencia de los empresarios por la liquidez (es decir, la demanda de moneda) resulte condicionada por sus expectativas respecto del futuro, se inducirán movimientos de sustitución de las formas de riqueza, aumentando o disminuyendo la demanda

de activos reproducibles y, de ese modo, acrecentando o aminorando el ingreso generado en la producción de nuevos ítems (Carvalho, 1994, pág. 47).

Con el fin de mitigar el ritmo de esos “cambios de opinión con respecto al futuro” por parte de quienes poseen capacidad de mando sobre la actividad económica, es decir, los empresarios, Keynes propuso una nueva filosofía social para resolver “los principales inconvenientes de la sociedad en que vivimos [...] [es decir,] su incapacidad para procurar la ocupación plena y su arbitraria y desigual distribución de la riqueza y los ingresos” (Keynes, 1964, pág. 372). En ese sentido, Keynes, dando a sus pretensiones un carácter “razonablemente conservador”, afirmó que:

*“El Estado tendrá que ejercer una influencia orientadora sobre la propensión a consumir, a través de su sistema de impuestos, fijando la tasa de interés y, quizá, por otros medios. [...] Creo, por tanto, que una socialización bastante completa de las inversiones será el único medio de aproximarse a la ocupación plena; aunque esto no necesita excluir cualquier forma, transacción o medio por los cuales la autoridad pública coopere con la iniciativa privada”* (Keynes, 1964, pág. 378).

La requerida orientación estatal propugnada por Keynes se expresaba por medio de aquello que define, en última instancia, el norte económico de cualquier sistema social: la política. Keynes (citado en Minsky, 1986, pág. 8) define el problema político de la siguiente manera:

*“El problema político de la humanidad consiste en combinar tres cosas: eficiencia económica, justicia social y libertad individual. La primera necesita sentido, prudencia y conocimiento técnico; la segunda, un espíritu desinteresado y entusiasta, que ame al hombre corriente; la tercera, tolerancia, amplitud de miras, apreciación de las excelencias de la variedad y de la independencia, que prefiere, ante todo, dar oportunidades libres a lo excepcional y a lo ambicioso”*.

De acuerdo con Carvalho (2008), la política económica keynesiana no se caracteriza por un principio de asignación, sino por un principio de movilización. Su objetivo es impulsar, sobre todo, las reservas de recursos que se desvían de la demanda efectiva y, por ende, de la realización de las expectativas de los empresarios, agentes de los cuales dependen el empleo y el aumento de la riqueza en la sociedad.

Según Keynes, la política de movilización de recursos hacia la demanda efectiva no es más que el conjunto de las políticas macroeconómicas convencionales —monetaria

y fiscal y, en un contexto de economía abierta, cambiaría—, puesto que las políticas a nivel microeconómico podrían producir distorsiones, privilegios e ineficiencias. Al actuar en un ámbito más generalizado, como el macroeconómico, podría permitirse la actuación más amplia posible de la iniciativa privada, evitando de ese modo la concentración de oportunidades e ingresos. También sería posible la socialización de los riesgos de frustración de expectativas, que salvaría a los trabajadores de despidos a gran escala. Con ese objetivo, Keynes destaca los papeles que corresponden a las políticas monetaria, fiscal y cambiaria.

A la política monetaria correspondería alinear, mediante la administración de la tasa de interés de la economía, los precios relativos de los activos en el sistema económico. Keynes (1964, págs. 225-226) argumenta que todos los activos poseen intrínsecamente una tasa de interés que equivale a su tasa de rendimiento. Al comparar entre las diversas remuneraciones factibles de elección, los agentes pueden destinar sus recursos —en caso de que les resulte más ventajoso, en términos de liquidez, costo de mantenimiento y cuasi-renta— a activos no susceptibles de expansión de la actividad económica, principalmente cuando las inversiones productivas realizadas en el pasado se convirtieron en reservas involuntarias y expectativas frustradas.

La tasa de interés básica señalada por la autoridad monetaria debería mantenerse en pleno conocimiento público y a un nivel considerado normal, de acuerdo con los hábitos y las costumbres del público, pues como señala Carvalho (1999, pág. 275), las personas tienen expectativas con respecto a la tasa de interés “normal” y esperan que las tasas actuales graviten a su alrededor. Así, al desconocerse el futuro, la tasa de interés es siempre objeto de intentos de anticipación por parte de los agentes, que la observan atentamente para no incurrir en elevados costos de oportunidad de inversión.

Carvalho (1994) llama la atención sobre un ejemplo representativo de la manera en que la política monetaria influye en la determinación de la composición de la cartera de los agentes. Según el autor, es en tal sentido que se construye la pirámide invertida característica de la visión keynesiana de la relación entre la moneda y los demás activos financieros. En el vértice se encuentra la moneda legal, y sobre ese vértice se apoyan los otros activos, en capas sucesivas, definida cada una por las disposiciones institucionales que establecen las reglas de convertibilidad entre los grupos y por la relación entre las tasas de rendimiento obtenidas en cada colección de activos (Carvalho, 1994, págs. 43-44).

Debido a la relación entre los diversos activos y la misma moneda, la política monetaria desempeña un papel importante en la dinámica económica. Sus repercusiones en la demanda efectiva son indirectas: inicialmente repercute en las condiciones de liquidez del mercado monetario para, a continuación, motivar diferentes decisiones en los agentes. De esa manera, si las autoridades estatales quisieran promover la ampliación del volumen de capital de la sociedad, sería apropiado reducir la tasa de interés para estimular las inversiones productivas. Además, el mantenimiento de la tasa de interés a niveles compatibles con la eliminación de la escasez de capital significa la “eutanasia del rentista”, clase que no es remunerada por su “riesgo y el ejercicio de la habilidad y el juicio”, sino por “explotar el valor de la escasez de capital” (Keynes, 1964, págs. 375-376).

Sin embargo, hay momentos en que la política monetaria poco contribuye a la estabilización de los ciclos dinámicos de las economías monetarias, pues su capacidad de inducir expansiones en la demanda efectiva disminuye cuando la incertidumbre de los agentes —tanto consumidores como inversionistas— acerca del futuro los lleva a conservar la moneda en lugar de gastarla, independientemente del nivel de interés estipulado por la autoridad monetaria. En ese contexto, común en momentos de crisis económica, se observa la “trampa de la liquidez”, que hace que la función de reserva de valor de la moneda se transforme en el objeto del deseo de los agentes. Al actuar de modo indirecto sobre el sistema económico y en algunas ocasiones tener pocos efectos en la preferencia por la liquidez de los agentes y en la demanda efectiva, Keynes (1980a) argumenta que:

*“...no es muy correcto que atribuya una importancia fundamental a la tasa de interés. Atribuyo una importancia fundamental a la escala de inversión y me intereso en la tasa de interés como uno de los elementos para alcanzar esto. Sin embargo, debo considerar la intervención estatal para fomentar la inversión como un factor más importante”* (Keynes, 1980a, pág. 350).

En esas circunstancias, la intervención estatal se presenta, sobre todo, en forma de política fiscal, que se funda tanto en la administración de los gastos públicos —que difiere completamente del déficit público— como en la política de tributación.

El objetivo de la política de tributación consiste, por una parte, en permitir la redistribución del ingreso distribuido en forma desigual, ya sea mediante la tributación del ingreso o los impuestos sobre la herencia. Por otra parte, al ampliar la capacidad de gasto del Estado, la política tributaria permite la expansión de la

demanda agregada del sistema económico. Por último, como señala Keynes (1972), también puede servir para ampliar el ingreso disponible, fomentando la ampliación de la demanda efectiva.

En la perspectiva original de Keynes, la administración de los gastos públicos se centra en la constitución de dos presupuestos: el ordinario (corriente) y el de capital<sup>1</sup>. El presupuesto ordinario corresponde al fondo de recursos necesarios para el mantenimiento de los servicios básicos prestados por el Estado a la población, tales como salud pública, educación, infraestructura urbana, defensa nacional y previsión social. Pese a que, como señala Kregel (1985), Keynes creía en la importancia de esos gastos corrientes —sobre todo de las transferencias de la previsión social— como “estabilizadores automáticos” de los ciclos económicos, el presupuesto ordinario debería ser siempre superavitario o, al límite, equilibrado.

Como ejemplo de su preocupación por el equilibrio presupuestario, en medio de los debates que se entablaron en el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte sobre el sistema de seguridad social que debería construirse después de la Segunda Guerra Mundial, Keynes argumentó que las pensiones que habrían de pagarse se convertirían en una pesada carga, debiéndose pagarlas sin haber fondos acumulados y, simultáneamente, acumular fondos para pensiones futuras (Keynes, 1980a, págs. 204-205)<sup>2</sup>.

La necesidad de evitar los déficits públicos en el presupuesto ordinario deriva de sus repercusiones en una economía monetaria, entre ellas:

- i) la creación de deudas de “peso muerto”, es decir, deudas con respecto a las cuales no se constituyó ningún servicio lucrativo para equilibrar su pago futuro;
- ii) la presión sobre la tasa de interés de la economía, en función de la demanda de recursos privados por parte del sector público para financiar sus saldos deficitarios;

<sup>1</sup> Las descripciones de Keynes sobre la política presupuestaria se encuentran en el capítulo 5 del volumen XXVII de los *Collected Writings of John Maynard Keynes*, denominado “*Employment Policy*”. Estas se debatieron con diversos interlocutores a propósito de los problemas que el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte enfrentaría después de la Segunda Guerra Mundial, entre ellos el fin del pleno empleo. Véase más sobre el tema en Keynes (1980a, cap. 5).

<sup>2</sup> Las discusiones se entablaron en la Comisión Interdepartamental para la Seguridad Social del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, establecida en junio de 1941, y se concentraron, principalmente, entre Keynes y William Beveridge, presidente de la referida comisión. Véase más sobre el tema en Keynes (1980a, cap. 4).

iii) el riesgo de que el Estado, dependiendo del ritmo de crecimiento y del perfil de endeudamiento con relación al crecimiento económico y el aumento de los ingresos públicos, se vea obligado a crear deuda nueva para pagar la deuda anterior.

En ese contexto, Keynes señala que es probable que el monto del superávit fluctúe de un año a otro en los casos usuales. Sin embargo, no se debe pretender alcanzar la compensación de las fluctuaciones cíclicas del sistema económico por medio del presupuesto ordinario, pues debe dejarse esa tarea al presupuesto de capital (Keynes, 1980a, pág. 278).

Por otra parte, el presupuesto de capital es aquel en que se discriminan los gastos públicos referentes a las inversiones productivas del Estado para mantener la estabilidad en el sistema económico. Esas inversiones deben ser realizadas por órganos públicos o semipúblicos, con un claro objetivo de regulación del ciclo económico<sup>3</sup>.

El presupuesto de capital podría ser deficitario, pero ese déficit se financiaría con los superávits necesariamente obtenidos en el presupuesto ordinario. De esa forma, la deuda eventualmente construida por el déficit en el presupuesto de capital no se relacionaría con actividades estatales de toma de préstamos en los mercados financieros, sino con actividades productivas o semiproductivas que sustituirán gradualmente a la deuda de peso muerto (Keynes, 1980a, pág. 277).

A diferencia de lo que un analista imprudente pudiera pensar, la verdadera política fiscal de gasto público keynesiana no tiene carácter de instrumento de “última instancia”. La definición de “estabilizador automático” puede encontrarse en el propio Keynes como un programa de largo plazo (de inversiones de organismos públicos o semipúblicos) capaz de reducir la amplitud potencial de fluctuación a límites mucho más estrechos (Keynes, 1980a, pág. 322).

Así, según el argumento de Keynes, la principal tarea del estabilizador automático sería la de prevenir amplias fluctuaciones mediante un programa estable y continuo de inversiones a largo plazo. En otras palabras, su función no sería poner remedio a los altos y bajos de la trayectoria del sistema económico, sino evitar que estos tengan lugar. Además, una vez establecido un programa de inversiones productivas a largo plazo, las fluctuaciones que se presentaren en el corto plazo se manejarían

con más facilidad en el marco del mismo programa de largo plazo, ya sea mediante la anticipación de algunas medidas futuras en vista de los primeros síntomas de insuficiencia de la demanda efectiva o la postergación de proyectos de inversión del presupuesto de capital al percibir señales de exceso de demanda agregada.

En consecuencia, las medidas para contener las fluctuaciones en el corto plazo no deben limitarse a promover fases de expansión, sino que deben tomarse incluso para evitar episodios de exceso de demanda agregada. Como señala Keynes (citado en Szmrecsányi, 1984, pág. 194):

*“...la mayor cantidad de dinero disponible para gastar en los bolsillos de los consumidores se encuentra inesperadamente con una cantidad de bienes que no ha aumentado, de modo que el consumidor vuelve a casa con el dinero quemándole los bolsillos, lo que hace necesario establecer algunos medios para retirar el poder adquisitivo del mercado; de lo contrario, los precios deberán subir hasta que los bienes disponibles se vendan a precios que absorban el incremento de gastos —es decir, prevalecerá el método de inflación”.*

Al promover instituciones productivas, el presupuesto de capital construye su propio superávit a lo largo del tiempo. Para el equilibrio de las finanzas públicas basta que no se incurra en déficit corriente, ya que los eventuales desequilibrios en el presupuesto de capital a corto plazo se financiarán con los superávits del presupuesto ordinario y que los rendimientos de las inversiones públicas realizadas tienden a equilibrar el mismo presupuesto de capital a largo plazo. En palabras de Keynes (1980a, pág. 320), los gastos de capital deben, parcial si no completamente, pagarse a sí mismos.

La posibilidad de equilibrio del saldo del presupuesto de capital en el largo plazo vuelve mucho más racional y viable el presupuesto público en su totalidad, fomentando la construcción de superávits a lo largo del tiempo y, por consiguiente, el ahorro público en ambas partes del presupuesto keynesiano. Se aleja de ese modo la posibilidad de incurrir en déficits presupuestarios que, conforme ratifica Keynes (1980a, pág. 352), tendrán lugar si el volumen de las inversiones previstas no logra favorecer el equilibrio. En esas condiciones, y solo en ellas, el equilibrio presupuestario podrá lograrse mediante el desequilibrio del presupuesto ordinario. Aunque este deberá ser un último recurso, y solo deberá entrar en juego si se rompen los mecanismos del presupuesto de capital (Keynes, 1980a, pág. 352).

No obstante, Keynes argumenta además que, para que no queden dudas en cuanto a su verdadera intención

<sup>3</sup> Para Keynes (citado en Kregel, 1985, pág. 37), el órgano semipúblico procura el bien público y se acerca más a la condición de una corporación pública que de una empresa privada. Por ejemplo, las universidades, el Banco de Inglaterra, la Autoridad Portuaria de Londres y las sociedades por acciones.

al prescribir modos de funcionamiento de la política fiscal, no se debe permitir que se confunda la idea fundamental del presupuesto de capital con el particular —y algo desesperado— expediente del déficit (Keynes, 1980a, págs. 353-354).

El papel fundamental destinado al gasto en inversión con respecto al gasto en consumo —en términos de la dinámica de la demanda agregada en una perspectiva keynesiana— se concentra, en especial, en tres aspectos. En primer lugar, la reserva de riqueza acumulada en la sociedad depende fundamentalmente de las decisiones de inversión, que movilizan recursos ociosos en forma de máquinas, equipos y, sobre todo, de trabajo humano. En segundo lugar, como destaca Carvalho (2008), el aumento inicial de la riqueza, que deriva del traspaso de recursos de un individuo a otros en el acto de invertir, puede generar un circuito de gastos y, en consecuencia, nuevos incrementos de los ingresos por medio del efecto multiplicador. Por último, surge para Keynes la cuestión de por qué preferir una fuerte escala de inversión con respecto a un crecimiento en el consumo. Su principal razón sobre este asunto es que no cree que se haya alcanzado el punto de saturación del capital (Keynes, 1980a, pág. 350).

El presupuesto de capital no debe fomentar inversiones públicas rivales, sino complementarias de las inversiones de la iniciativa privada<sup>4</sup> (Carvalho, 1999). Las primeras deben funcionar por excelencia como inductoras de las segundas y, de ese modo, como estabilizadoras de las fluctuaciones cíclicas del sistema económico. No está de más subrayar que las expectativas de los agentes constituyen el factor desestabilizador del sistema y, por lo tanto, es sobre ellas que la política fiscal de gasto en inversión debe actuar. Para que eso quede claro, Keynes elabora la noción de presupuesto de capital, de modo que el inversionista productivo pueda contar con el compromiso de la actuación estatal.

En síntesis, en un mundo incierto, en el que los agentes arriesgan su posibilidad de mando sobre la riqueza social con miras a conseguir más de ese poder en el futuro, la política fiscal debe ser sólida para garantizar una dinámica de crecimiento de la riqueza y, por ende, fomentar las proyecciones de los inversionistas. En esa dirección, Minsky (1986, pág. 6) argumenta que “para que el mecanismo de mercado funcione bien, debemos limitar la incertidumbre debida a los ciclos de negocios,

para que las expectativas que guían las inversiones puedan reflejar una visión de progreso tranquilo”.

Con respecto a la política cambiaria, las propuestas de Keynes se orientan a la articulación de un sistema de tipo de cambio administrado, con la meta de asegurar tanto el equilibrio externo como la estabilidad de los precios. En su Unión Internacional de Compensación —la propuesta de Keynes para la reorganización del orden económico mundial al término de la Segunda Guerra Mundial— el autor deja en claro esa idea al señalar que uno de los objetivos del sistema de cambio fijo, pero modificable según las circunstancias, debería ser el de reducir la incertidumbre acerca de los precios futuros de los activos y los bienes comercializables cuando los agentes económicos deban tomar decisiones de cierre de contratos de cambio (Ferrari Filho, 2006b, cap. 3).

Asimismo, Keynes se preocupó de subrayar que la dinámica externa de las economías monetarias no podría prescindir de instrumentos que permitieran simetrías de equilibrio entre las relaciones comerciales y financieras de los países. En ese sentido, Keynes propuso la institución de un “organizador de mercado internacional” que debería: i) emitir una moneda de aceptación universal; ii) asegurar las condiciones para que los desequilibrios comerciales se compensaran automáticamente, de modo que los países deficitarios no se vieran obligados a atraer capitales para financiar sus balanzas de pagos; iii) establecer las normas de administración cambiaria, y iv) instituir mecanismos de control de capitales<sup>5</sup>.

Tres de los cuatro objetivos del “organizador de mercado internacional” (la compensación automática de los desequilibrios comerciales, la vigencia de un cambio administrado y la adopción de mecanismos de control de capitales) desempeñan dos papeles fundamentales para Keynes, a saber: i) aminoran la incertidumbre de las expectativas empresariales, y ii) proporcionan mayor libertad a la conducción de la política monetaria, pues dificultan los efectos de transferencia (*pass-through*) del tipo de cambio a los precios internos e impiden que la tasa de interés se utilice todo el tiempo para atraer capitales externos especulativos, lo que podría inhibir las inversiones productivas. En resumen, mediante la política cambiaria Keynes pretende establecer el equilibrio de las

<sup>4</sup> Cabe además señalar que las inversiones del presupuesto de capital deben relacionarse con inversiones técnicamente sociales, que son aquellas decisiones que al no ser adoptadas por el Estado, lo son por otros (Kregel, 1985, pág. 37).

<sup>5</sup> En palabras de Keynes (citado en Szmrecsányi, 1984, pág. 198), la creación de una moneda universal y emitida por un “organizador de mercado internacional”, posibilitaría que el dinero ganado en la venta de bienes a un país pudiera gastarse en la compra de los productos de otro, ya que no se puede esperar que se equilibre la balanza comercial si los excedentes ganados en un país no se pueden utilizar para satisfacer las necesidades en otro país.

cuentas externas en forma intertemporal y dar la mayor autonomía posible a la política monetaria.

Como señala Marcuzzo (2005, pág. 2), en la teoría de Keynes se anuncia todo el tiempo aquello que debe realizarse para hacer sostenible el nivel de inversión, sin embargo, ello debe interpretarse más en el sentido de “estabilizar la confianza de los negocios” que como un plan de obras públicas financiadas mediante la contracción de deuda. Eso ocurre porque la confianza de Keynes en la “socialización de las inversiones” en lugar de depositarla en una política fiscal orientada a morigerar los niveles de consumo a lo largo del ciclo de negocios, manifiesta su preocupación por el tamaño del déficit y la importancia atribuida a los incentivos dados

al mercado para alcanzar el nivel deseado de empleo (Marcuzzo, 2005, pág. 2).

Se evidencia por último que, tanto en su concepción como en su implementación, la política económica keynesiana aspira al mantenimiento de los niveles de demanda efectiva, con el objetivo de mitigar el desempleo involuntario mediante la estabilización de las expectativas empresariales. El resultado que se procura alcanzar con las políticas económicas keynesianas es, en última instancia, la construcción de una sociedad con eficiencia económica, justicia social y libertad individual. Con esa idea en mente, en la sección III se analiza la conducción de las políticas macroeconómicas en el Brasil a lo largo del período posterior al Plan Real.

### III

## Consideraciones sobre la política económica en el período 1995-2009 desde una perspectiva keynesiana

#### 1. La lógica del Plan Real y la implementación de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria

Como es sabido, el Plan Real se articuló sobre la base de la misma lógica de los programas de estabilización económica implementados en los países en desarrollo, en especial en los países latinoamericanos, a inicio de los años noventa, a saber: ancla cambiaria y liberalización comercial y financiera.

La experiencia muestra que la evolución de los programas de estabilización económica fundados en la referida lógica presenta casi siempre la siguiente secuencia:

- i. En un primer momento, se observa una caída abrupta de la tasa de inflación acompañada por una considerable apreciación del tipo de cambio.
- ii. Cuando el tipo de cambio real se aprecia, como resultado de la diferencia entre la tasa de inflación interna y la tasa de inflación internacional en un contexto en que el tipo de cambio nominal se mantiene relativamente estable, los saldos de la balanza comercial se deterioran, contribuyendo así a los desequilibrios de la balanza de pagos en cuenta corriente.
- iii. Dichos desequilibrios pasan a ser financiados mediante la entrada de capitales extranjeros, sobre todo especulativos y dirigidos a los títulos públicos.

- iv. La deuda pública aumenta y el costo de prorrogar el pago termina por presionar el déficit público.
- v. Los déficits gemelos —externo y fiscal— indican la incoherencia de “fundamentos macroeconómicos” para el mercado; y
- vi. Se manifiestan crisis cambiarias.

El Plan Real no fue una excepción. A pesar del relativo éxito en cuanto al control del proceso inflacionario, el incentivo a las importaciones —a raíz de la apertura comercial y la valorización cambiaria— y el ritmo lento de las exportaciones ocasionaron un rápido deterioro de la balanza comercial, conduciendo al país a incurrir en déficits de la balanza de pagos en cuenta corriente. Esos déficits se financiaron mediante el ingreso de capital externo —de inversión de riesgo o, sobre todo, de cartera— y esto a su vez provocó un incremento del pasivo del sector público<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Si bien el financiamiento del déficit público del país se realizó, en buena parte, mediante capitales externos, esto no supuso el crecimiento de su pasivo externo. La afluencia de capitales se destinó a títulos denominados en moneda nacional, ampliamente indexados a la tasa de interés y a la variación cambiaria. Por una parte, esta estrategia significó la reducción de la exposición del pasivo externo del país a la volatilidad cambiaria, pero por otra, no contribuyó a resguardar las reservas cambiarias de reflujos especulativos de los capitales extranjeros.

La incoherencia intertemporal de esa estrategia suscitó innumerables ataques especulativos al real a lo largo de la segunda mitad de los años noventa, casi todos derivados de una combinación de “crisis de contagio” y de evidencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía brasileña, en especial el externo, al punto incluso de acentuar el grado de vulnerabilidad y fragilidad externa del país. A inicios de 1999, cuando se agotó la estrategia de financiamiento del déficit externo crónico de la economía brasileña y se acabó la confianza de los agentes económicos en la política económica, no hubo otra alternativa que cambiar el régimen monetario-cambiario mediante la sustitución de la banda cambiaria por un tipo de cambio flexible y la implementación del régimen de metas de inflación. Esto determinó el fin del modelo de estabilización monetaria adoptado hasta entonces.

Desde la aplicación del Plan Real, la política monetaria ha desempeñado, directa e indirectamente, un papel activo en la estabilidad del proceso inflacionario: por una parte, entre 1994 y 1999, se utilizó para atraer flujos de capital externo y, por consiguiente, equilibrar la balanza de pagos (esencial para asegurar la estabilidad del tipo de cambio); por otra, a partir de la adopción del régimen de metas de inflación, se utilizó para llevar la inflación al centro de la meta e inhibir eventuales efectos de transferencia del cambio a los precios internos (Arestis, De Paula y Ferrari Filho, 2009). En síntesis, a lo largo de los años de estabilidad de los precios, la política monetaria se articuló en forma conservadora y

esto se tradujo en tasas de interés elevadas<sup>7</sup>. Es importante destacar que solo en algunos períodos esporádicos hubo una ligera flexibilidad monetaria, como por ejemplo, en los meses inmediatamente posteriores a la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

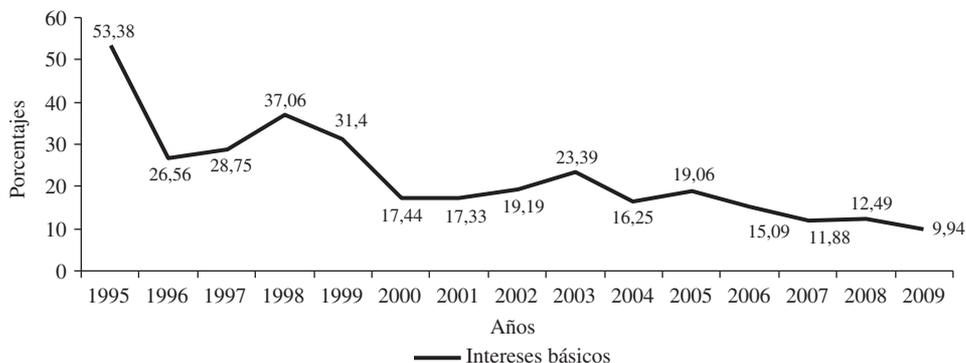
En el gráfico 1 se muestra la evolución de la tasa de interés básica de la economía brasileña en el período posterior al Plan Real, que ilustra el argumento del párrafo anterior. Pese a presentar una tendencia a la baja a lo largo del período, las tasas de interés básicas se mantuvieron en un nivel bastante elevado en ambos regímenes monetarios vigentes —ancla cambiaria entre julio de 1994 y enero de 1999 y régimen de metas de inflación después de junio de 1999.

La tasa de interés básica media de la economía brasileña entre 1995 y 2009 fue del 22,6% al año. En el período del ancla cambiaria, entre 1995 y enero de 1999, la tasa de interés alcanzó una media anual equivalente al 33,6%, mientras que entre junio de 1999 y diciembre de 2009, durante el régimen de metas de

<sup>7</sup> La finalidad de la instrumentalización de la tasa de interés depende del régimen monetario vigente. Como señalan Arestis, De Paula y Ferrari Filho (2009), en el régimen brasileño de ancla cambiaria, la tasa de interés respondió por el equilibrio del sector externo. En el régimen de metas de inflación, los intereses básicos pasaron a ser el instrumento por excelencia para alcanzar las metas establecidas por la autoridad monetaria. Véase más información sobre la implementación de los diferentes regímenes monetarios en Arestis, De Paula y Ferrari Filho (2009).

GRÁFICO 1

**Tasa de interés nominal básica de la economía brasileña, 1995-2009**  
(Media anual, en porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata) - “Datos de macroeconomía”, 2010 [en línea] <http://www.ipeadata.gov.br>.

Nota: entre enero de 1995 y marzo de 1999, se calcularon los intereses medios anuales basados en la T<sub>Ban</sub>, que era la tasa de interés básica de la economía brasileña en vigencia en ese momento. Para el resto de los cálculos se utilizó la tasa Over-SELIC (Sistema Especial de Liquidación y Custodia).

inflación con cambio fluctuante, la media fue del 16,4% al año. En el gráfico 1 se puede apreciar que a partir de 2006 la tasa de interés presentó una tendencia a la baja ligeramente constante, de modo que entre 2006 y 2009 se registraron las menores tasas de interés medias del período posterior al Plan Real. Se destaca, además, la considerable disminución que tuvo lugar entre 2008 y 2009, a raíz de la política monetaria anticíclica implementada para enfrentar el contagio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en la economía brasileña. En ese contexto, la tasa de interés básica pasó del 13,75% anual en enero de 2009 a un 8,75% anual en diciembre del mismo año, el menor nivel registrado en el período posterior al Plan Real.

Como ya se mencionó, Keynes (1964) considera que los intereses representan una alternativa de inversión utilizada por los agentes para tratar de incrementar su riqueza. Por ese motivo se operacionalizan los intereses de la política monetaria, en un intento de influenciar las decisiones de gasto de los agentes. En ese sentido, Keynes (1980b, pág. 276) señalaba que no se puede esperar tener control sobre las tasas de interés internas, si los movimientos de recursos de capital hacia afuera del país son ilimitados, dado que sería necesario utilizar la tasa de interés para atraer capital externo con el cual financiar la balanza de pagos. En otras palabras, la reducción de la tasa de interés puede contribuir a la promoción de inversiones productivas en un momento de recesión, mientras que en momentos de expansión de la actividad económica la tasa de interés se puede utilizar para desincentivar la demanda efectiva de los agentes y controlar la inflación.

Entre 1995 y 1999, período del ancla cambiaria con amplia movilidad de capitales y déficit en cuenta corriente, la tasa de interés resultante de la política monetaria quedó sujeta a la especulación de los capitales internacionales, como “premio” a los agentes por invertir su riqueza en el Brasil y permitir, de esa forma, la continuidad de la administración cambiaria. En ese período, la necesidad de mantener niveles cambiarios, que impidieran los riesgos de transferencia de posibles desvalorizaciones cambiarias a los precios internos y sirvieran como ancla de la expectativa de precios futuros a los agentes, hizo que la tasa de interés interna registrara un diferencial notable con respecto a la tasa de interés media internacional.

El resultado de ese diferencial fue una vertiginosa afluencia de capitales al país y, por consiguiente, la apreciación del tipo de cambio real. Una de las consecuencias para la economía brasileña fue la reversión de su saldo comercial, con la necesidad —como subrayan

Bresser-Pereira y Nakano (2003)— de atraer “ahorro externo” para equilibrar la balanza de pagos de la cuenta corriente. Esto intensificó la vulnerabilidad externa del país, pues el déficit de dicha balanza se financió en gran medida con capitales especulativos de corto plazo. Por otra parte, habida cuenta de que los flujos monetarios con el exterior son uno de los factores condicionantes de la base monetaria, a objeto de evitar que la afluencia de capital (en especial, de los capitales especulativos) se convirtiera a reales en la economía brasileña y pusiera en riesgo la estabilidad monetaria recién alcanzada, se emitieron títulos de deuda pública, en su mayoría indexados a la tasa básica de interés y, a partir de fines de 1998, también remunerados por la variación de la cotización cambiaria. De ese modo, la apreciación cambiaria tuvo una vez más repercusiones en las finanzas públicas mediante la expansión de los gastos financieros y de la deuda pública.

A partir de la adopción del régimen de metas de inflación en julio de 1999, la lógica de la política de interés de la autoridad monetaria se modificó en apariencia, pero no necesariamente en esencia. En otras palabras, la política monetaria dejó de concentrarse exclusivamente en la atracción de flujos de capitales internacionales para incrementar el “ahorro externo” y, por consiguiente, equilibrar la balanza de pagos, sino que también se orientó al control de la demanda agregada con miras a mantener la tasa de inflación dentro del intervalo previamente establecido por el régimen de metas de inflación. En ese sentido, Bresser-Pereira y Nakano (2002) llaman la atención sobre el exceso de variables que pasaron a estar bajo la responsabilidad de la tasa de interés. Entre ellas se destaca el tipo de cambio, que inducía elevados intereses tanto para atraer el “ahorro externo” como para apreciar el real, evitando así cualquier posibilidad de efecto de transferencia. Corroborando la idea de que en el régimen de metas de inflación la tasa de interés y el tipo de cambio continuaron articulándose para mantener la inflación bajo control, Modenesi, Modenesi y Martins (2011) subrayan, al aplicar una regla de Taylor con respecto a la economía brasileña, la importancia del cambio para la definición de la tasa de interés en el Brasil durante el régimen de metas de inflación. Por su parte, Terra (2011) destaca la contracción de la demanda agregada mediante la emisión de títulos de deuda pública, como un elemento relevante en la definición de los intereses de la política monetaria.

Para llevar a cabo la política restrictiva, el banco central debió hacer que quienes detentaban el poder de inversión ratificaran la restricción monetaria, demandando los títulos

públicos que, al ser adquiridos, desviaban medios de pago a la circulación financiera y permitían así el control de la base monetaria. De esa manera, la política monetaria debió tener en cuenta el comportamiento del tipo de cambio, lo que condujo a la sobrecarga de funciones de la tasa de interés y la mantuvo a niveles elevados. Como se observa en el gráfico 1, el precio pagado por el banco central para provocar dicha desviación fue una media anual del 16,4%. A pesar de la relativa tendencia de continuidad de apreciación del tipo de cambio real evidenciada en el gráfico 2, el modus operandi del régimen de metas de inflación (elevadas tasas de interés), sumado al sistema de cambio fluctuante y al contexto de apertura de la cuenta de capital y financiera, no impidió la inestabilidad del tipo de cambio nominal (véase el gráfico 3).

Los momentos de desvalorización cambiaria más significativos en el período posterior a 1999 se concentraron en ese mismo año, cuando se modificó el régimen cambiario; en 2002, debido a las elecciones presidenciales en las que se indicaba a Luiz Inácio “Lula” da Silva como probable vencedor y por consiguiente se preveían cambios en la política macroeconómica; y en 2008, como consecuencia de la crisis de las hipotecas de

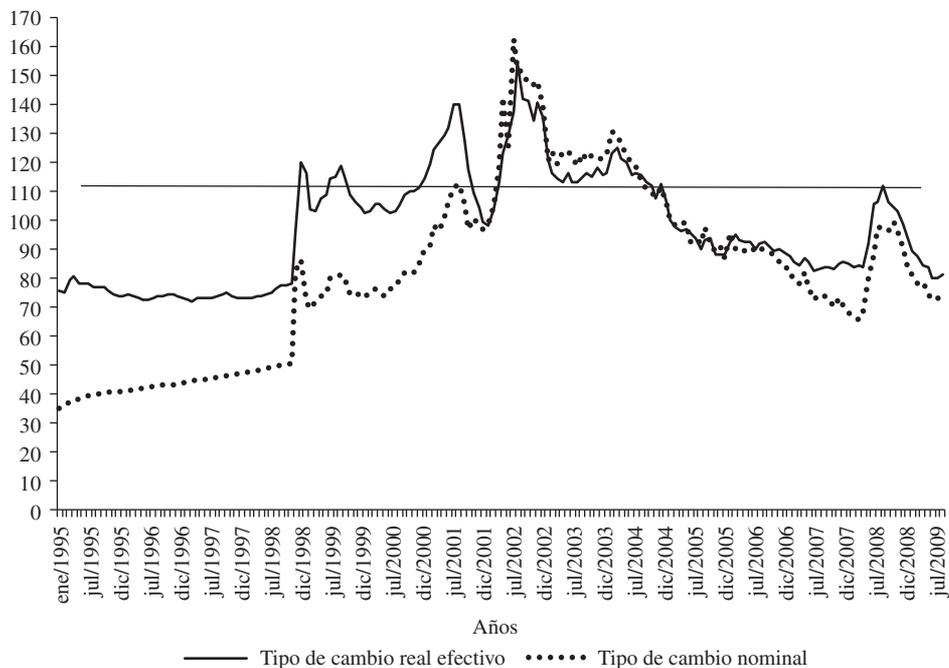
alto riesgo. Con excepción de esos períodos, se observó una tendencia de apreciación cambiaria, de modo que a fines de 2009, los valores del tipo de cambio nominal eran muy cercanos a los vigentes durante el período de ancla cambiaria. En los gráficos 2 y 3 se muestra la evolución de los tipos de cambio real y efectivo y nominal y la volatilidad del tipo de cambio, respectivamente.

La dependencia del “ahorro externo” para equilibrar la balanza de pagos en cuenta corriente fue una constante en el período posterior al Plan Real, con excepción del lapso 2003-2007 en que hubo un superávit en las transacciones corrientes debido a la dinámica exportadora de los productos básicos agrícolas y minerales. La sustitución de las exportaciones de productos manufacturados por exportaciones de productos básicos agrícolas y minerales contribuyó a apreciar aún más el tipo de cambio y creó un círculo vicioso en el proceso de exportaciones, pues intensificó el retroceso de las exportaciones de productos manufacturados e intensivos en tecnología<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Bresser-Pereira (2009) explica en detalle este fenómeno conocido como “enfermedad holandesa”.

GRÁFICO 2

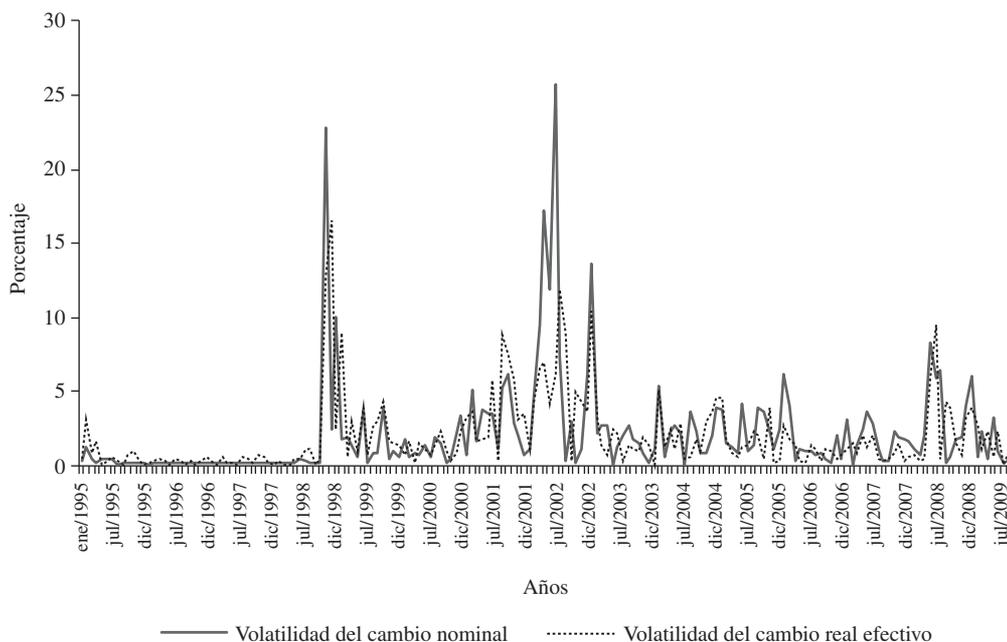
**Tipos de cambio real efectivo y nominal, 1995-2009**  
(Índice base mayo de 2005= 100)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata) - “Datos de macroeconomía”, 2010 [en línea] <http://www.ipeadata.gov.br>.

GRÁFICO 3

**Volatilidad (desviación estándar) del tipo de cambio, 1995-2009**  
(En porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata) - "Datos de macroeconomía", 2010 [en línea] <http://www.ipeadata.gov.br>

El referido *modus operandi* del régimen de metas de inflación y sus repercusiones en la apreciación cambiaria y la necesidad de ahorro externo terminaron por expandir la deuda pública y comprometer el resultado fiscal del sector público, debido al pronunciado costo de refinanciar dicha deuda cuyo parámetro es la tasa de interés básica de los títulos públicos utilizados en las operaciones de mercado abierto de la política monetaria. Mientras que la financiación de las actividades del banco central se realiza mediante los ingresos del Tesoro Nacional, el referido precio de la política monetaria constituyó un elevado costo para las finanzas públicas. En esas circunstancias, el sector público no tuvo otra alternativa que financiarse mediante una tributación cada vez mayor en proporción al producto interno bruto (PIB). En el gráfico 4 se presenta la evolución del crecimiento del PIB y de la relación entre la carga tributaria y el PIB, entre 1995 y 2009.

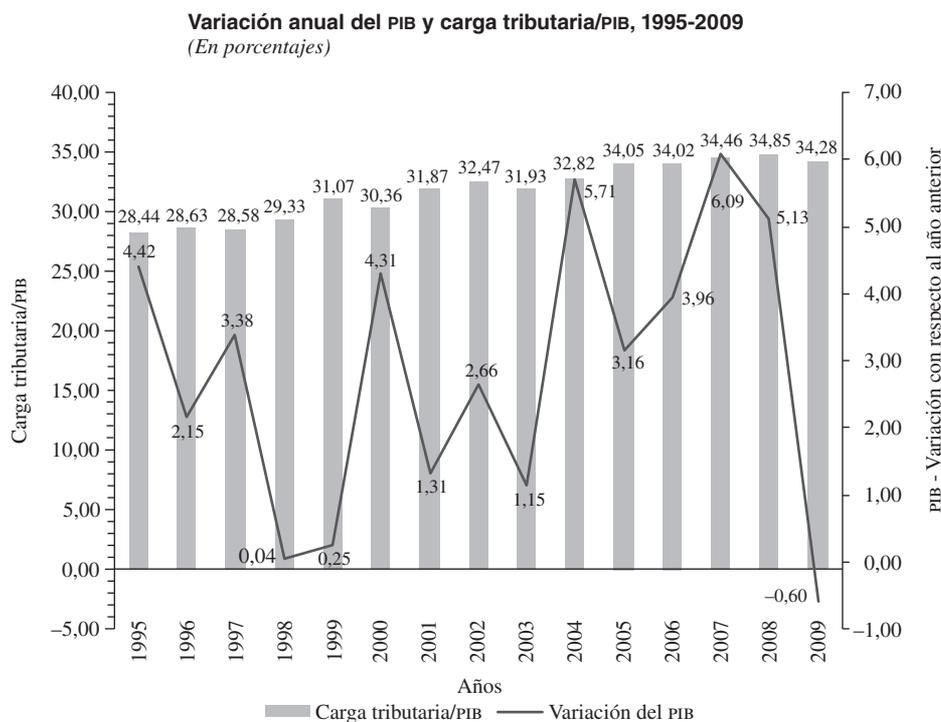
Tal como se demuestra en el gráfico 4, la tasa de variación anual del PIB brasileño no solo fue baja —la media anual fue de alrededor del 2,9%—, sino que presentó una volatilidad intermitente durante todo el

período 1995-2009<sup>9</sup>. Por otra parte, la carga tributaria en proporción al PIB aumentó continuamente a lo largo del período, con excepción de reducciones poco sustanciales en los años 1997, 2000, 2003 y 2009.

Según la teoría keynesiana, una de las posibles causas del comportamiento del producto brasileño puede haber sido el desincentivo a la inversión, el consumo y las exportaciones, derivado tanto de la política monetaria contractiva como de la apreciación cambiaria. Más específicamente, el alto costo del crédito afecta a las decisiones de inversión productiva debido a: i) la construcción de reservas involuntarias a raíz de la compresión del consumo, ii) el enfrentamiento de las expectativas de los inversionistas con una política monetaria que, al procurar únicamente la estabilidad del nivel de precios, acabó por restringir la demanda

<sup>9</sup> A propósito de dicha volatilidad, solo en tres años seguidos: 2005, 2006 y 2007, el PIB aumentó a tasas crecientes del 3,2% anual, el 4,0% anual y el 6,1% anual, respectivamente. En los otros años del período 1995-2009, el incremento del PIB fue negativo u ocurrió tanto a tasas crecientes como decrecientes.

GRÁFICO 4



Fuente: elaboración propia sobre la base de Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata) - "Dados de macroeconomia", 2010 [en línea] <http://www.ipeadata.gov.br>

Nota: valores de fin de período a valores-base a precios de 2008.

agregada, y iii) el costo-oportunidad de la inversión productiva y el consumo.

Cabe destacar que la tendencia de apreciación cambiaría constante desincentiva las inversiones en productos con mayor contenido tecnológico y vuelve más accesible la importación de dichos productos desde países con menores costos de producción, como Alemania, China, la República de Corea y la India. Al hacer que la importación de tecnología sea más rentable que la producción interna, el cambio apreciado se convierte en un obstáculo para las actividades de investigación y desarrollo (i&d) en el país, pues dificulta la evolución del parque industrial brasileño en ramas productoras de bienes y servicios de alto valor agregado. En consecuencia, la inserción de los productos nacionales de media y alta tecnología en el mercado internacional se vuelve cada vez menos competitiva y, de ese modo, el país depende cada vez más de las exportaciones de la agroindustria, que si bien son importantes como generadoras de dólares propios, poseen poco valor agregado.

Con respecto a las finanzas públicas en el período posterior al Plan Real, debido a la irrisoria tasa de crecimiento media del PIB y la volatilidad de su crecimiento, se

voltó imposible para el Estado ampliar su participación en la riqueza social de otra forma que no fuera mediante el incremento de la carga tributaria. Si el interés de la política económica, como se expresa en la teoría keynesiana, hubiera estimulado el crecimiento de la riqueza, la cuota que se transferiría al Estado se acrecentaría en forma automática, sin necesidad de imponer una mayor carga tributaria a la sociedad.

No obstante el aumento de la carga tributaria y la acumulación de ahorros primarios durante casi todo el lapso 1995-2009 (con excepción de 1997), el Estado brasileño tuvo necesidad de financiamientos nominales durante todo el período posterior al Plan Real. En otros términos, la limitación de los gastos corrientes no financieros en financiación e inversión pública (que conforman los gastos primarios en las cuentas públicas primarias) no logró compensar los elevados gastos financieros en que incurrió el Estado, por lo que se configuraron déficits nominales. Cabe destacar que, al observarse superávits primarios constantes, el creciente pago de intereses no puede haber derivado de desequilibrios fiscales primarios. Los déficits nominales se debieron entonces a los gastos financieros del sector público, que —de no haber sido

causados por déficits de la política fiscal (dado que hubo superávits primarios recurrentes)— solo pueden haber sido ocasionados por la política de títulos de deuda pública, que dieron solución a la política monetaria, como se ilustró en el gráfico 1. Los datos relativos a los flujos de las necesidades de financiamiento del sector público en el período 1995-2009 se detallan en el gráfico 5.

Como se aprecia en este, solo en 1997 hubo un déficit primario más pronunciado, mientras que en 1996 y 1998 el resultado fiscal fue equilibrado. En 1995 y a partir de 1999, conforme con una cláusula del acuerdo de asistencia del Fondo Monetario Internacional al Brasil en 1998, los superávits primarios se volvieron considerables y aumentaron aún más después del inicio del gobierno de Luiz Inácio “Lula” da Silva en 2003. Sin embargo, el déficit nominal y el pago de intereses nominales fueron bastante altos durante todo el período y solo presentaron un retroceso después de 2006. En 2009, como respuesta a la crisis económica internacional, el gobierno amplió los gastos públicos en políticas de transferencia de ingresos, como el programa Bolsa Familia, e instituyó programas de subsidios, como “Mi casa, mi vida”. Esas políticas de incremento de los gastos públicos condujeron a una reducción del superávit primario.

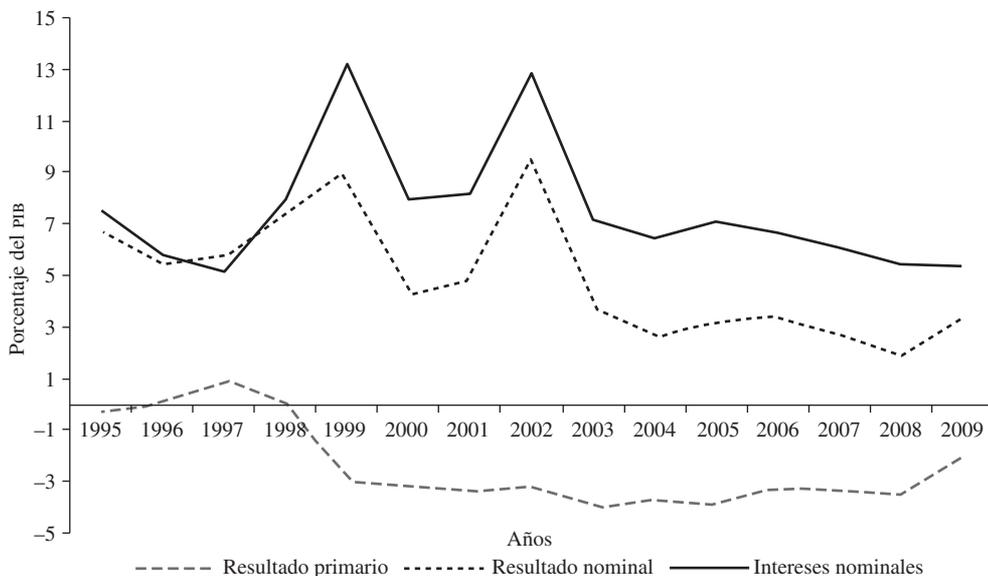
No obstante, como se mostró en el gráfico 4, la recaudación de impuestos no se redujo en gran medida en 2009 (cuando representó el 34,28% del PIB en comparación con el 34,85% en 2008), incluso teniendo en cuenta las políticas tributarias de exenciones de impuestos sobre productos industrializados. La explicación para ello se encuentra, de acuerdo con Gobetti y Orair (2010), en el aumento de la recaudación del impuesto sobre la propiedad de vehículos automotores (IPVA) y del impuesto de propiedad predial y territorial urbana (IPTU) por parte de estados y municipios.

En ese contexto, el resultado del desajuste causado por los flujos financieros (habida cuenta de los gastos públicos de intereses nominales en relación con el PIB, según el gráfico 5) a las cuentas públicas fue un engrosamiento vertiginoso de la deuda líquida del sector público, que pasó del 29,0% del PIB en 1995 al 52,1% en 2002 (el mayor nivel del período 1995-2009). A partir de entonces, la relación entre la deuda líquida del sector público y el PIB brasileños comenzó a decrecer, sobre todo entre 2007 y 2008. Esto se debió en gran parte a la mayor media anual de crecimiento del PIB registrada después de 2006 y a los menores niveles de interés establecidos desde entonces. En el gráfico 6 se

GRÁFICO 5

#### Necesidades de financiamiento primarias y nominales del sector público e intereses nominales, 1995-2009

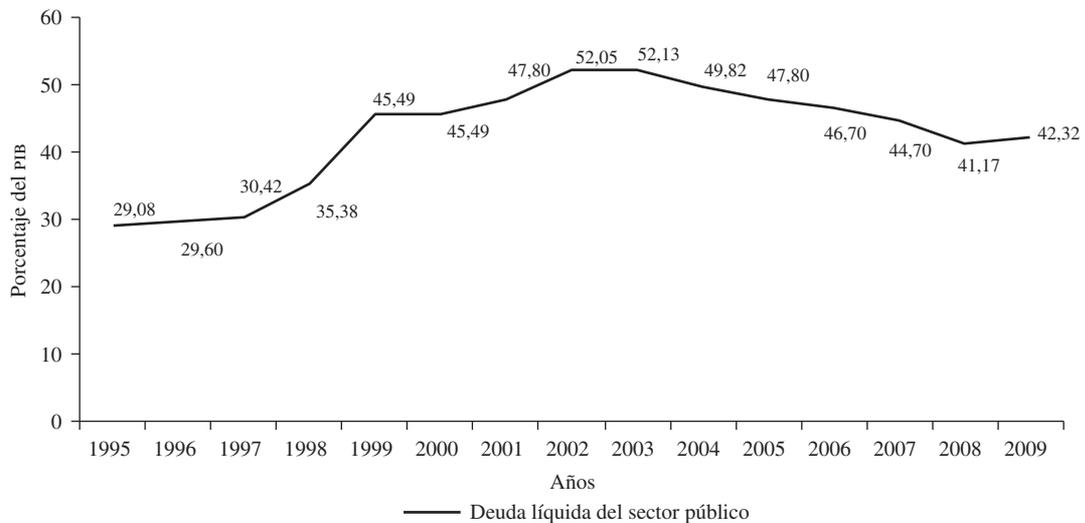
(Como porcentajes del PIB)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Banco Central del Brasil, “Séries temporais de economia e finanças”, 2010 [en línea] <http://www.bcb.gov.br>.  
Nota: valores de fin de período. Los valores negativos significan superávit y los valores positivos, déficit.

GRÁFICO 6

**Deuda líquida del sector público, 1995-2009**  
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia, sobre la base de Banco Central del Brasil, “Séries temporais de economia e finanças”, 2010 [en línea] <http://www.bcb.gov.br>

Nota: valores de fin de período.

ilustra el comportamiento de la deuda líquida del sector público brasileño.

El punto cúlmine alcanzado por la deuda líquida del sector público en 2002 obedeció en gran parte al ataque especulativo con ocasión de las elecciones presidenciales en las que resultó vencedor Luiz Inácio “Lula” da Silva. Con libre movilidad de capitales, el tipo de cambio se desvalorizó a raíz de la contracción de las inversiones externas y la tasa de interés se incrementó para hacer frente a la turbulencia. En septiembre de 2002, el tipo de cambio nominal alcanzó los 3,89 reales por dólar, el mayor nivel registrado después de la aplicación del Plan Real. Para contener la fuga de capitales se aumentaron los intereses y esto incidió en la deuda líquida del sector público expandida por el ajuste cambiario. En consecuencia, el nivel de endeudamiento verificado en 2002 se extendió al año siguiente, con importantes repercusiones en los gastos financieros en intereses del sector público (véase el gráfico 5). Después de 2004, mantenidas las elevadas tasas de interés —como fue el caso de todo el período 1995-2009—, el diferencial de intereses en un momento de liquidez internacional determinó la apreciación del cambio, pese a la volatilidad cambiaria que aún persistía (véanse los gráficos 2 y 3).

Sobre la base de los datos expuestos y siguiendo el formato presupuestario bipartito de Keynes, se puede afirmar

que en el Brasil no existe la noción de presupuesto de capital, sino algo similar a un “presupuesto financiero”, cuya contraparte —que se llamaría presupuesto ordinario— no puede compensar los gastos del presupuesto financiero. A pesar de los constantes superávits registrados durante casi todo el período examinado, los montos acumulados de ahorro primario no impidieron el acrecentamiento de la deuda líquida del sector público. Los déficits en que incurrió el sector público se caracterizaron por su componente financiero, que los convirtió en deudas difíciles de pagar a largo plazo, dado que no se construyeron fuentes de pago en el momento de contraerlas. De ese modo, no se constituyó un ajuste fiscal estructural en el Brasil.

Al exigir la construcción de superávits primarios, los flujos de pago financiero inhiben los gastos públicos que fomentan la demanda agregada (consumo e inversiones públicas). Teniendo en cuenta que entre 1995 y 2007 los intereses reales pagados por el sector público equivalieron a una media anual del 7,8% del PIB, el superávit primario alcanzó una media anual de 2,4% del PIB y la carga tributaria media del sector público fue del 30% del PIB al año; a su vez, el pago de los intereses nominales representó el 23,3% de los recursos públicos, mientras que el superávit primario significó un 8% de esos recursos. Eso significa que el 31,3% de la recaudación del sector público quedó inmovilizado, con escasos o nulos efectos en la demanda

agregada de la economía brasileña, dependiendo de la forma en que se distribuyó el pago de intereses. Esa suma equivalió a su vez a una media anual del 9% del PIB separado de la realización de demanda efectiva entre 1995 y 2007 (BCB, 2010; Ipeadata, 2010).

Por último, a diferencia de la propuesta keynesiana en caso de déficit en el presupuesto de capital —el mantenimiento de la confianza de los empresarios—, los déficits financieros (nominales) del Estado brasileño no promovieron el mantenimiento de las tasas de empleo ni fomentaron la justicia social en la distribución del ingreso. Cabe recordar que los déficits financieros se originan en el pago de los intereses y que esos pagos se dedican a la remuneración de los rentistas. En la medida en que el superávit primario configura un ahorro de recursos con que se busca equilibrar, aunque solo parcialmente, el efecto del déficit nominal en las finanzas públicas, lo que realmente se obtiene es una transferencia de recursos del conjunto de la población a los poseedores de los títulos públicos, que a su vez impide mejorar la distribución del ingreso en el país. Keynes consideraba que la desigualdad en la distribución del ingreso era uno de los problemas más graves del sistema capitalista y mejorarla era uno de los principales objetivos de su filosofía social, propuesta en *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*.

## 2. ¿Fueron keynesianas las políticas anticíclicas brasileñas?

Para hacer frente a la crisis económica internacional iniciada en el mercado de las hipotecas de alto riesgo de los Estados Unidos de América a fines de 2007, el gobierno brasileño implementó diversas medidas a partir del primer trimestre de 2009 (dicho sea de paso, un poco tardíamente), sobre todo de cuño fiscal y monetario. En el primer caso se destacan las siguientes: la reducción de la cuota del impuesto a la renta de las personas físicas (IRPF), del impuesto sobre las operaciones financieras (IOF) respecto de compras a plazo y del impuesto sobre productos industrializados (IPI) para automóviles, electrodomésticos y materiales de construcción; la ampliación de los valores pagados en los beneficios del programa Bolsa Familia; la institución del programa de vivienda “Mi casa, mi vida”; y la creación e intensificación del aporte de recursos en líneas especiales y subsidiadas de financiamiento a la producción agrícola, la compra de materiales de construcción y la construcción de infraestructura, entre otras.

Con respecto a las medidas anticíclicas de naturaleza monetaria, el Banco Central del Brasil (BCB):

i) flexibilizó la utilización y las reglas de cobro de los depósitos obligatorios para inyectar liquidez en los mercados monetario y financiero nacional y financiar préstamos del Banco de Desarrollo del Brasil (BNDES); ii) agilizó la compra de las instituciones financieras en riesgo de insolvencia por parte de los bancos públicos, sobre todo la Caja Económica Federal y el Banco del Brasil, y iii) inició una serie de cortes en la tasa de interés básica de la economía brasileña de enero a julio de 2009, reduciéndola del 13,75% al 8,75% (BCB, 2010).

Como señala Ferrari Filho (2009), entre fines de 2008 e inicios de 2009 se refutó la tesis de “desprendimiento” de la economía brasileña con respecto a la crisis económica mundial, puesto que a pesar de las medidas anticíclicas implementadas en el Brasil, comenzaron a sentirse directamente los efectos observados en los países desarrollados. Como consecuencia de la crisis, la actividad económica se frenó considerablemente, con una reducción de un 0,6% del PIB en 2009, en comparación con un crecimiento del 5,1% en 2008. En ese período, los principales indicadores que dinamizan la demanda agregada de la economía brasileña —inversión, consumo y exportaciones— disminuyeron drásticamente: la tasa de inversión retrocedió un 20,3%, el consumo privado decreció un 1,1% y las exportaciones descendieron un 22,1% en el primer semestre de 2009 (Ferrari Filho, 2009).

Pese a la lentitud de las autoridades económicas en reaccionar a la crisis, las políticas fiscal y monetaria de estímulo a la demanda agregada implementadas en el primer trimestre de 2009 surtieron algunos efectos, sobre todo con respecto a la reducción de la tasa de desempleo, que de un 6,8% en diciembre de 2008 pasó a un 9,0% en marzo de 2009, y volvió a un 6,8% en diciembre de ese mismo año. Además, no se advirtieron grandes fallas en el sistema financiero nacional, como ocurrió en los países centrales.

No obstante, no se puede decir que las políticas anticíclicas implementadas hayan sido de naturaleza estrictamente keynesiana. Si bien el resultado —deseado y alcanzado— por las autoridades económicas mediante esas políticas manifiesta un carácter keynesiano (dinamización de la demanda efectiva en forma anticíclica<sup>10</sup>), Keynes reclamaba una situación de normalidad perenne del sistema económico que, al impedir los ciclos, diera al inversionista mejores expectativas sobre el futuro y lo estimulara a renunciar a su liquidez. En ese sentido, las

<sup>10</sup> En principio, al tratarse de políticas anticíclicas, las medidas implementadas por las autoridades económicas brasileñas no son ortodoxas.

políticas económicas keynesianas prescriben la acción continua del Estado para evitar trayectorias recesivas y no, como ocurrió en el caso del Brasil, la intervención estatal posterior a la manifestación de la crisis. Por último, la acción del Estado no debería remediar, sino prevenir los problemas económicos inherentes a la dinámica de las economías monetarias. En síntesis, si bien con extremo atraso y medidas relativamente tímidas, como la modesta reducción de la tasa de interés básica, las autoridades económicas tuvieron cierto éxito en el combate a la crisis. De haberse adoptado convencionalmente la medida keynesiana de que el Estado utilice “estabilizadores automáticos permanentes”

## IV

### Conclusiones

Una de las principales preocupaciones de Keynes se refería a cómo promover la mayor riqueza social posible y asegurar su distribución entre la mayor cantidad de individuos. El elemento central de dicha producción de riqueza son los empresarios y sus impulsos (*animal spirits*), que se enfrentan todo el tiempo a la incertidumbre inherente al futuro. En ese dilema y coherente con su preocupación, Keynes propuso la intervención estatal como fundamento de las expectativas empresariales.

En las obras originales de Keynes, la intervención estatal se concentra en tres acciones: monetaria, fiscal y cambiaria. Con respecto a la primera, sostiene que la instrumentalización de la política monetaria mediante la tasa de interés no debe competir con la inversión productiva, para evitar de ese modo efectos negativos en la escala de inversiones, las que constituyen una fuente de creación de empleos, riqueza y distribución, del ingreso de la sociedad. De acuerdo con Keynes, la política fiscal es el ámbito de actuación estatal más importante y se estructura en: i) la política de tributación, y ii) la noción de un presupuesto bipartito, dividido en un presupuesto ordinario (corriente) y un presupuesto de capital. El primero, cuyo objetivo es financiar los servicios estatales básicos, debería ser siempre superavitario. El segundo, cuyo propósito es afianzar las expectativas mediante la estabilización automática de los ciclos de las economías monetarias, podría ser deficitario, ya que se financia con los superávits del presupuesto ordinario a corto plazo y con las ganancias de las inversiones realizadas en el marco de sus propias acciones de estabilización

de la demanda efectiva, la dinámica de la economía brasileña sería ciertamente menos cíclica; asimismo, las crisis de demanda efectiva, como la que sufrieron las economías mundial y brasileña entre 2008 y 2009, difícilmente serían tan profundas y su duración sería sin duda más breve. Al percibir que las expectativas del empresario constituyen el factor causal de las crisis y, al mismo tiempo, la causa de la prosperidad del sistema económico, Keynes propuso políticas económicas estabilizadoras automáticas que sentaran bases seguras para la acción empresarial. Dichas bases deben ser de compromiso constante y no de último recurso como ocurrió en el Brasil.

automática a largo plazo. Como puede apreciarse, Keynes consideraba que el equilibrio presupuestario era el elemento clave en la lógica de conducción de la política fiscal. Por último, la autoridad monetaria debe utilizar el tipo de cambio de acuerdo con el mecanismo del sistema de flotación administrada, con miras no solo a contener las acciones especulativas, sino también a mantener la estabilidad del tipo de cambio real efectivo a lo largo del tiempo, que es imprescindible para dinamizar la actividad exportadora y evitar los efectos de transferencia del cambio a los precios.

Al aplicar esa lógica a la conducción de la política económica en el Brasil después del Plan Real, se aprecia que tanto la política fiscal como la cambiaria se subordinaron a la política monetaria, de modo que a lo largo de ese período predominó el régimen monetario. Para mantener las tasas de inflación sustancialmente bajas durante todo el período 1995-2009, la política monetaria impuso tasas de interés bastante elevadas que, por una parte, fueron incoherentes con un crecimiento económico sostenido y, por otra, impusieron a las finanzas públicas una carga incompatible con los superávits primarios, lo que redundó en el abultamiento vertiginoso de la deuda líquida del sector público.

Asimismo, las altas tasas de interés básicas contribuyeron a la apreciación cambiaria, una tendencia observada a lo largo del período posterior al Plan Real. En ausencia de controles minuciosos sobre la afluencia de capitales internacionales al país, el tipo de cambio quedó a merced de las especulaciones de los agentes

externos en cuanto a cómo y dónde aplicar sus ahorros. Influenciados por motivos externos —como la crisis desencadenada por el mercado de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos de América— o por factores endógenos (como la carrera presidencial de 2002), los agentes realizaron movimientos de divisas que causaron la pronunciada volatilidad cambiaria observada sobre todo en el período de cambio fluctuante, después de 1999. La tentativa de controlar dicha volatilidad durante el período de cambio administrado provocó la crisis cambiaria brasileña de fines de 1998 e inicios de 1999, cuando disminuyó el control de la autoridad monetaria sobre la tasa de interés nacional.

Las políticas económicas de combate a la crisis económica internacional de 2007-2008 tampoco pueden calificarse de keynesianas —como máximo, significaron la presencia del Estado en el equilibrio de la dinámica económica, algo unimaginable desde una perspectiva teórica convencional. Las medidas anticíclicas se caracterizaron por un perfil de asistencia *ex post*, pues se buscó sacar al país del fondo del pozo cuando se refutó la tesis del “desprendimiento” de la economía brasileña con respecto a la economía mundial. De acuerdo con Keynes, las políticas de estabilización deben ser permanentes, ya que las inversiones empresariales responsables de la prosperidad económica deben ser constantes. Es necesario que los términos “estabilización automática” evoquen una acción de política económica que mantenga la trayectoria del sistema económico en un nivel

de normalidad y no afecte a la expectativa empresarial. Como cualquier volatilidad de los precios básicos de la economía —entre ellos cambio, interés y salario—, el crecimiento intermitente, como el que se verificó en el Brasil, es perjudicial para el ánimo empresarial. A fin de fomentar la inversión productiva en un ambiente de incertidumbre, el empresario requiere constancia y eso es lo que Keynes propuso con la estabilización automática. Las políticas económicas aplicadas en el Brasil ante la crisis fueron de último recurso, pues su objetivo no era estabilizar la expectativa empresarial, sino salvarla. No es casual que el PIB del país se redujera un 0,6% en 2009 con respecto a 2008.

Por último, del breve análisis de la política económica implementada en el Brasil en el período posterior al Plan Real, surge que esta no cumplió con los requisitos de las políticas económicas keynesianas, tal como fueron presentadas en la segunda sección de este trabajo. ¿Por qué las políticas económicas implementadas con posterioridad al Plan Real no convergieron hacia políticas económicas similares a las preconizadas por Keynes? En la búsqueda de una respuesta elaborada, cabe citar a Minsky (1986, pág. 8):

“...[la] política económica debe reflejar una visión ideológica; esta debe inspirarse en los ideales de una buena sociedad. Es evidente que enfrentamos una falla en cuanto a la visión, con una crisis en las aspiraciones y los objetivos a los cuales la política económica debe servir” (Minsky, 1986, pág. 8).

#### Bibliografía

- Arestis, P., L.F. de Paula y F. Ferrari Filho (2009), “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”, *Economia e sociedade*, vol. 18, N° 1(35), Campinas, Instituto de Economía, Universidad Estadual de Campinas.
- BCB (Banco Central del Brasil) (2010), “Séries temporais de economia e finanças” [en línea] <http://www.bcb.gov.br>
- \_\_\_\_\_ (2009), *Manual de estatísticas fiscais publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil*, Brasília.
- Bresser-Pereira, L.C. (2009), *Globalização e competição*, Río de Janeiro, Elsevier-Campus.
- Bresser-Pereira, L.C. y Y. Nakano (2003), “Crescimento econômico com poupança externa?”, *Revista de economia política*, vol. 23, N° 2(90), São Paulo, Centro de Economía Política.
- \_\_\_\_\_ (2002), “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”, *Revista de economia política*, vol. 22, N° 3(87), São Paulo, Centro de Economía Política.
- Carvalho, F.J.C. de (2008), “Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana”, *Análise econômica*, vol. 26, N° 50, Porto Alegre, Universidad Federal de Río Grande do Sul.
- \_\_\_\_\_ (1999), “Políticas económicas para economías monetária”, *Macroeconomía moderna: Keynes e a economia contemporânea*, G.T. Lima, J. Sicsú y L.F. Paula (orgs.), Río de Janeiro, Campus.
- \_\_\_\_\_ (1994), “Temas de política monetária Keynesiana”, *Ensaios FEE*, vol. 15, N° 1, Porto Alegre, Fundação de Economía e Estatística.
- \_\_\_\_\_ (1992), *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot, Edward Elgar.
- Davidson, P. (1982), *International Money and the Real World*, Londres, Palgrave Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1972), *Money and the Real World*, Londres, Macmillan.
- Ferrari Filho, F. (2009), “Como era de se esperar a crise internacional chegou ao Brasil. E agora, o que fazer para mitigarmos os impactos da crise em 2009 e retomarmos o crescimento em 2010?”, *Economia & tecnologia*, vol. 5, N° 17, Curitiba, Universidad Federal de Paraná.
- \_\_\_\_\_ (2006a), “A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica”, *Teoria geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*, F. Ferrari Filho (org.), Porto Alegre, Universidad Federal de Río Grande do Sul (UFRGS).
- \_\_\_\_\_ (2006b), *Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes*, Porto Alegre, Universidad Federal de Río Grande do Sul (UFRGS).

- Gobetti, S. y R. Orair (2010), "Estimativa da carga tributária de 2002 a 2009", *Nota técnica*, Nº 16, Brasília, Instituto de Investigación Económica Aplicada (IPEA).
- Ipeadata (2010), "Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Dados de macroeconomia" [en línea] <http://www.ipeadata.gov.br>.
- Keynes, J.M. (1980a), "Activities 1940-1946: shaping the post-war world: employment and commodities", *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 27, Londres, Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_ (1980b), "Activities 1940-1944: shaping the post-war world: the Clearing Union", *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 25, Londres, Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_ (1964), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Nueva York, HBJ Book.
- \_\_\_\_\_ (1972), *Essays in Persuasion. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 9, Londres, Royal Economic Society.
- Kregel, J. (1994-1995) "The viability of economic policy and the priorities of economic policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 17, Nº 2, Armonk, M.E. Sharpe Inc.
- \_\_\_\_\_ (1985), "Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's Post-War policy proposals", *Keynes's Relevance Today*, F. Vicarelli (ed.), Londres, Macmillan.
- Marcuzzo, M.C. (2005), *Keynes and the Welfare State*, Roma, Universidad de Roma, versión preliminar [en línea] <http://www2u.biglobe.ne.jp/~olympa/Cambridge/hyoushi/marcuzzo.doc>.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Heaven, Twentieth Century Fund Report.
- \_\_\_\_\_ (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M.E. Sharpe Inc.
- Modenesi, A.M., R.L. Modenesi y N.M. Martins (2011), "A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in 11 years of inflation targeting (2000-2010)", IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Río de Janeiro.
- Szmrecsányi, T. (1984), "Keynes", *Coleção grandes cientistas sociais*, Fernandes (org.), vol. 6, São Paulo, Ática.
- Terra, F.H.B. (2011), "A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação keynesiana", tesis de doctorado, Porto Alegre, Universidad Federal de Río Grande do Sul.