

Macroeconomía de la bonanza y declinación del Cono Sur en los años 2000

Fabián Amico
(PPGE-IE-UFRJ)

2º Seminario La Crisis Global y el Estado de Bienestar:

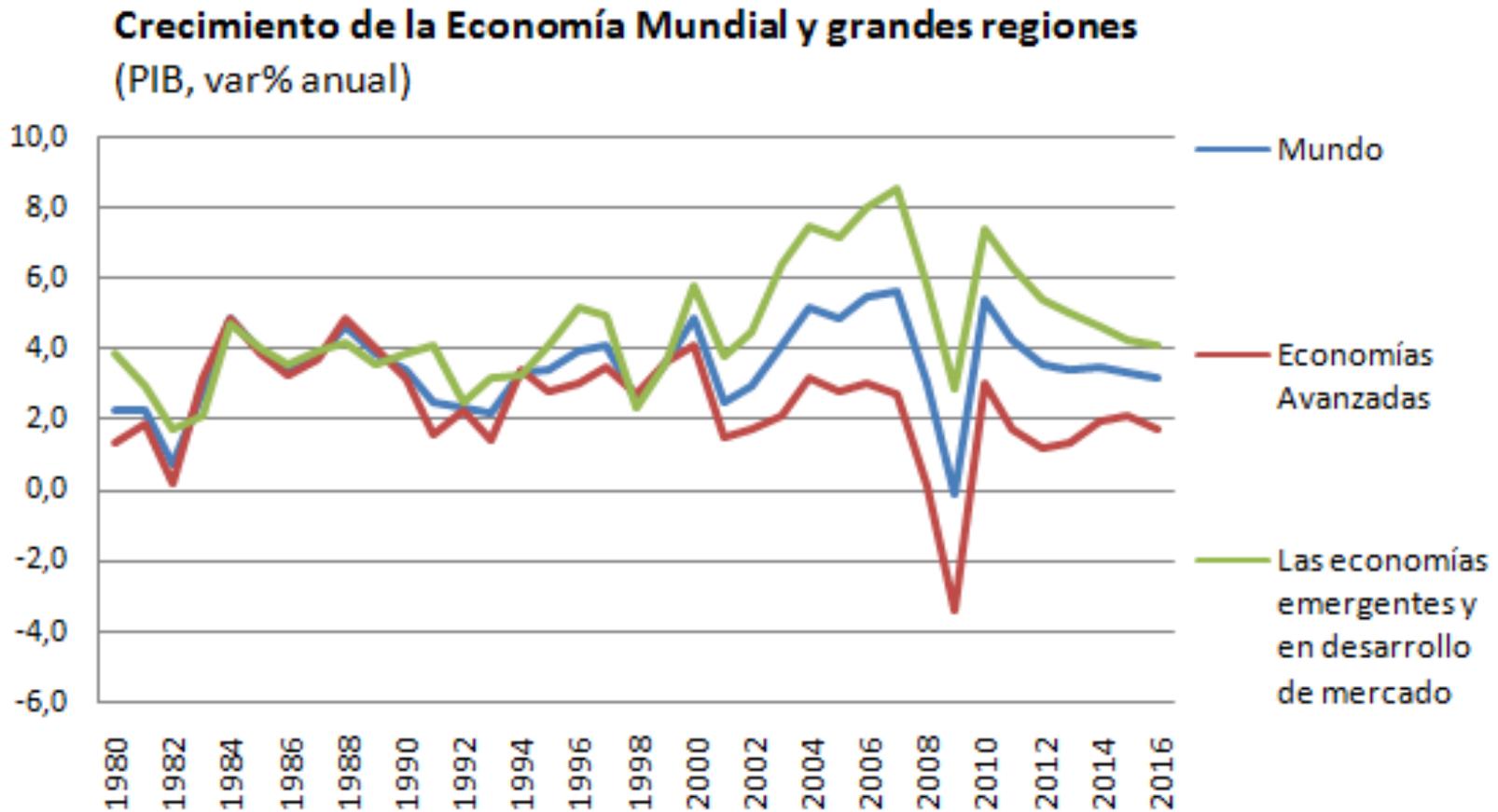
México en Tiempos de Trump

Unam, 28 y 29 de septiembre de 2017

Esquema de la presentación

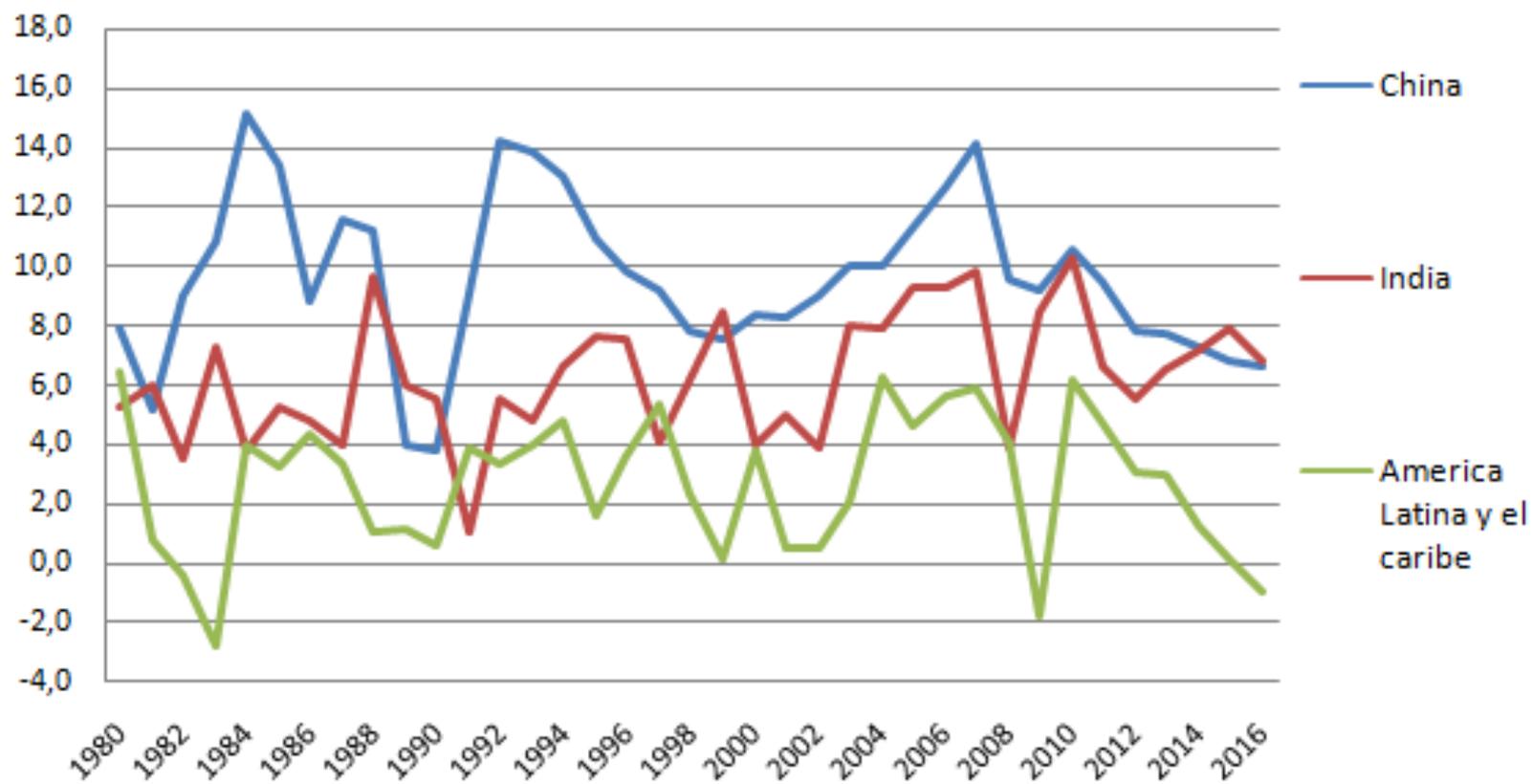
- Desacople entre el mundo desarrollado y el mundo en desarrollo.
- América Latina y el Cono Sur: dos dinámicas diferentes.
- Exportaciones primarias y política fiscal
- Brasil: crecimiento, estancamiento y recesión.
- Argentina: crecimiento acelerado, estancamiento y nueva etapa.
- Observaciones finales

Decoupling entre el mundo desarrollado y los países emergentes o en desarrollo



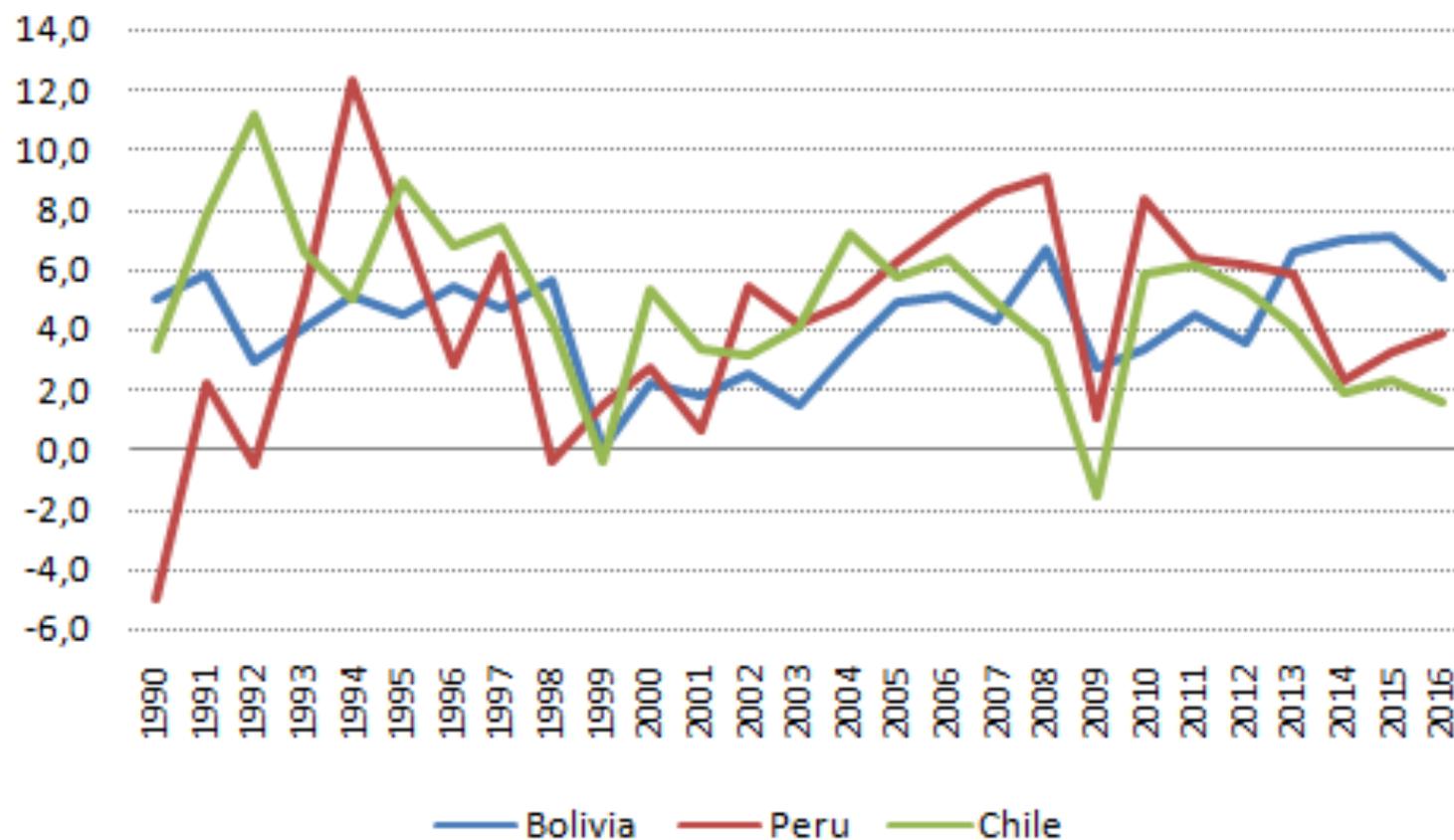
Fuente: Cepalstat.

Asia y América Latina, PIB (var% anual)



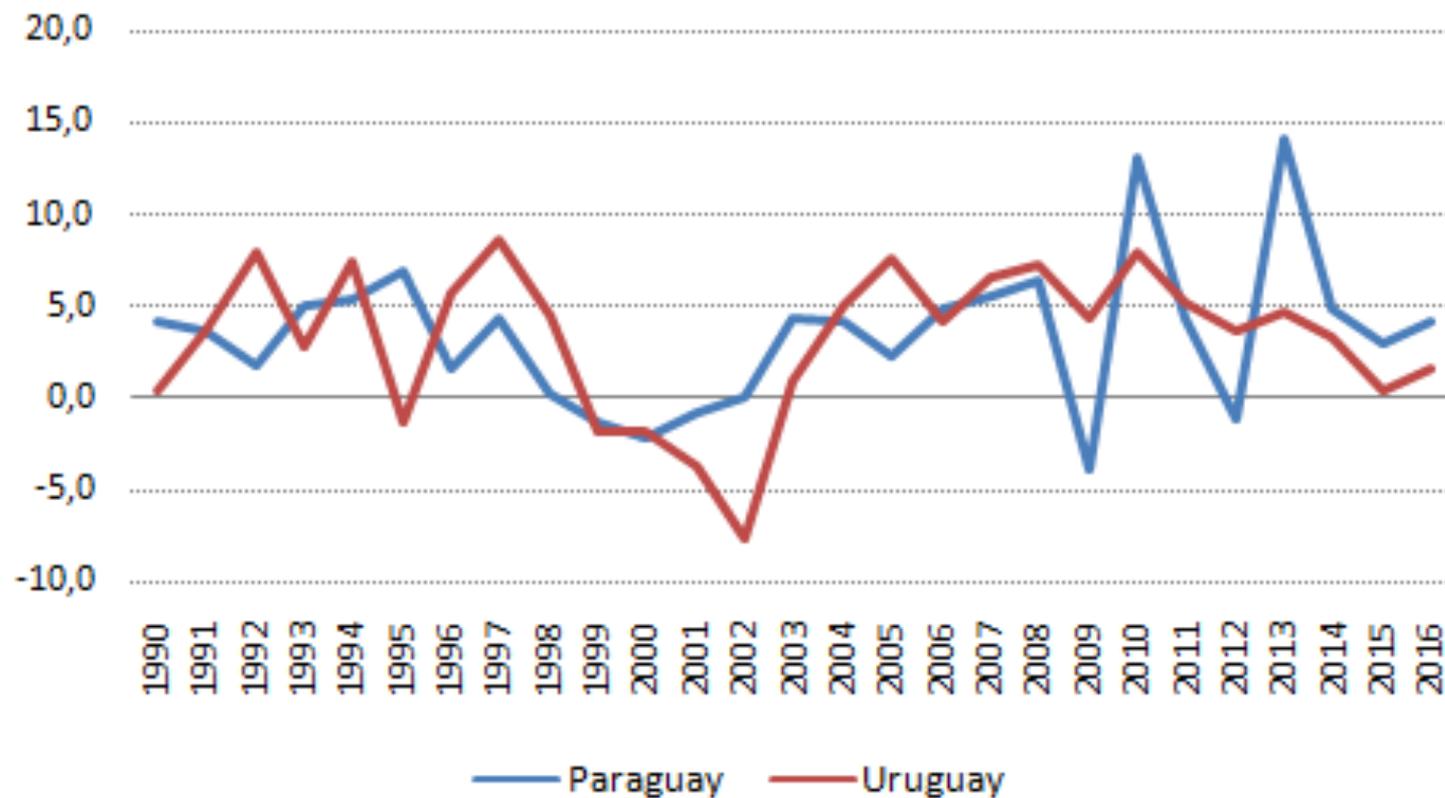
Fuente: FMI.

Bolivia, Perú & Chile: crecimiento del PIB (%anual)



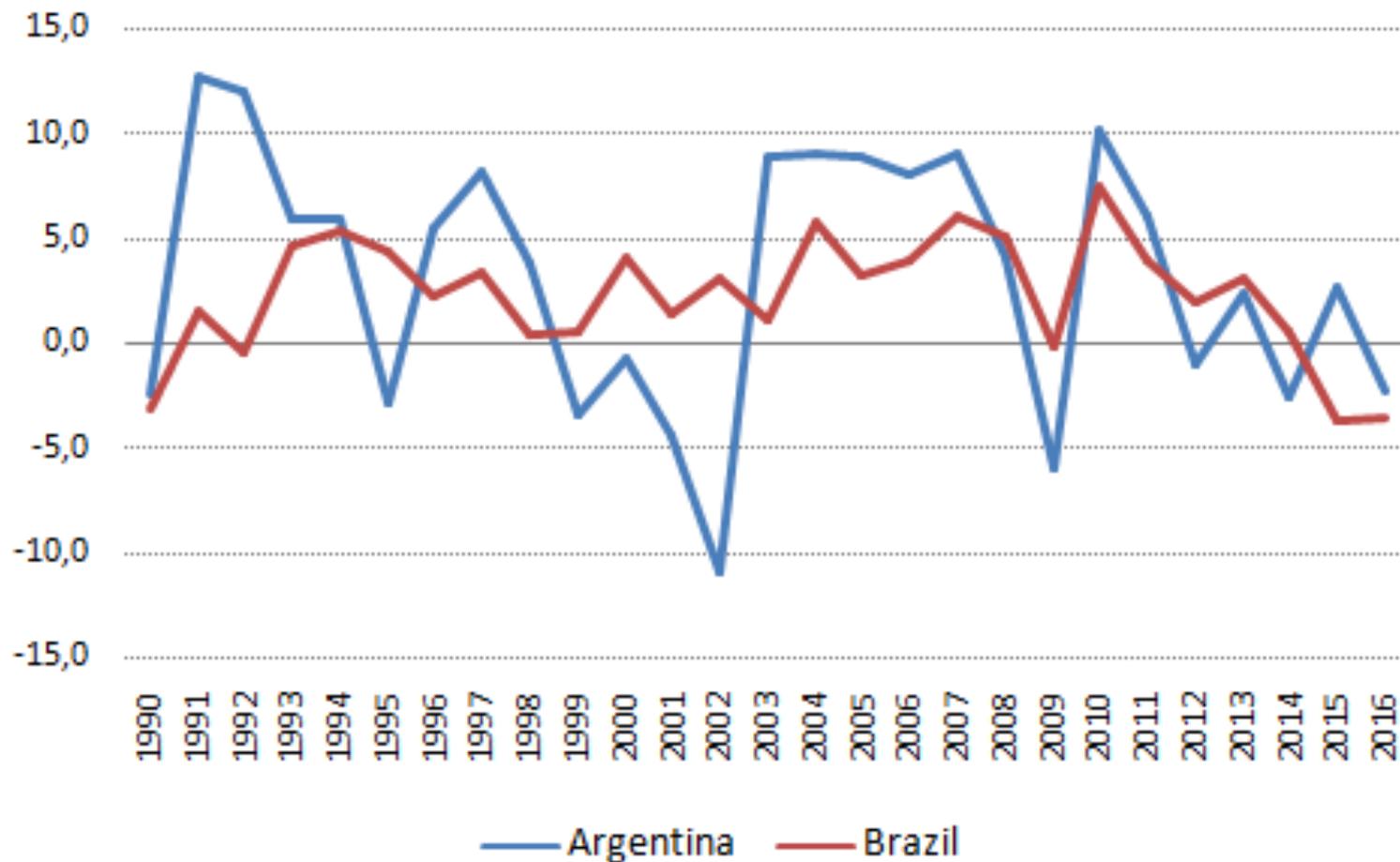
Fuente: FMI.

Paraguay & Uruguay: crecimiento del PIB (%anual)



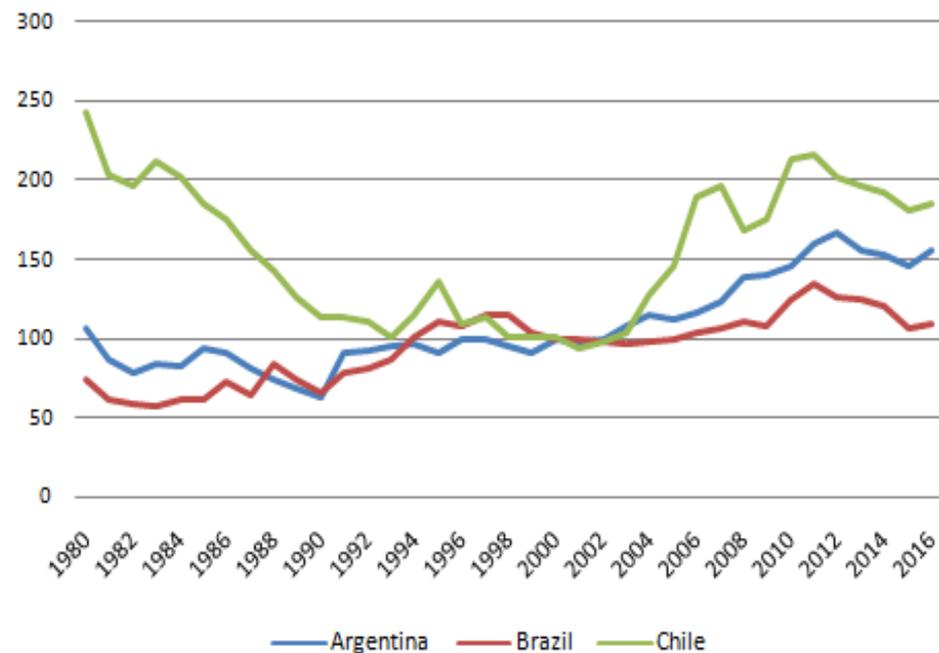
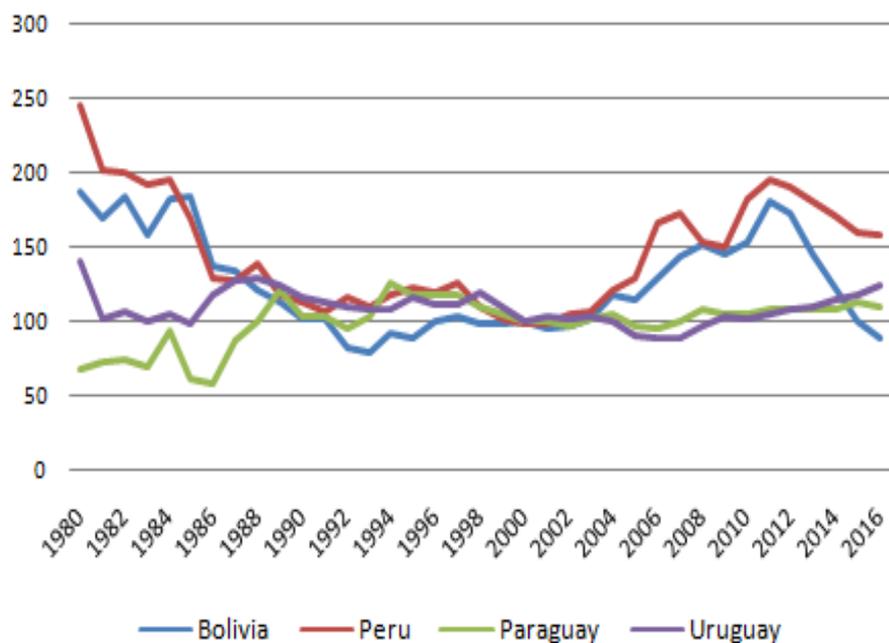
Fuente: FMI.

Argentina & Brasil: crecimiento del PIB (var% anual)



Fuente: FMI.

Net barter terms of trade index (2000=100) (World Development Indicators)



Fuente: World Bank.

- El empeoramiento relativo de los términos de intercambio fue similar para todos los países del cono Sur, pero solo en Brasil y Argentina se produjeron **reversiones dramáticas** del ritmo de crecimiento y de la evolución macroeconómica.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS FISCALES PROVENIENTES DE LA EXPLOTACION DE PRODUCTOS PRIMARIOS

	1999-2001	2009-2011	1999-2001	2009-2011
	(en porcentajes del PIB)		(en porcentajes del ingreso total)	
Argentina	0,0	3,0	0,1	13,6
Bolivia	5,1	9,6	20,5	29,9
Chile	0,8	3,7	3,8	17,3
Colombia	1,2	2,4	10,2	16,2
Ecuador	6,3	13,5	30,8	34,5
México	6,1	7,5	31,2	32,5
Perú	0,2	1,6	1,2	9,3
Venezuela	8,7	8,3	44,0	39,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

- La asociación de los Estados con el boom de precio de las commodities (a través de mayores ingresos fiscales) abrió la posibilidad de que los gobiernos aumentaran el gasto público sin incurrir en los desequilibrios presupuestarios que son virtualmente rechazados en los esquemas de IT.
- Así, un conjunto de 19 países de la región ha aumentado sustancialmente (y simultáneamente) sus ingresos y sus gastos, manteniendo resultados fiscales primarios equilibrados y pequeños déficits financieros (Cepal, 2013).

Brasil: del crecimiento (2004-2010) a la desaceleración (2011-2014) y el derrumbe (2015-2016)

- En el lapso 2004-2010, Brasil creció al 4,4% anual, mientras en 2011-2014 fue solo de 2,1%. Luego la economía cayó -3,8% en 2015 y -3,6% en 2016.
- Política macroeconómica ("trípode") desde 1999: metas de IT, TC flotante ("flotación muy sucia") y metas de superávit fiscal primario.
- Inflation targeting: la inflación es dada por la serie pasada y actual de shocks de demanda ("excesos" de demanda), de consumo o inversión. El BC controla la inflación mediante el uso de la tasa de interés.
- Muchas veces, el sistema funciona, pero de un modo muy distinto al postulado por la teoría. El esquema operativo es:

$$\uparrow \pi \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow C \text{ y/o } I \rightarrow \downarrow (Y - Y^*) \rightarrow \downarrow \pi$$

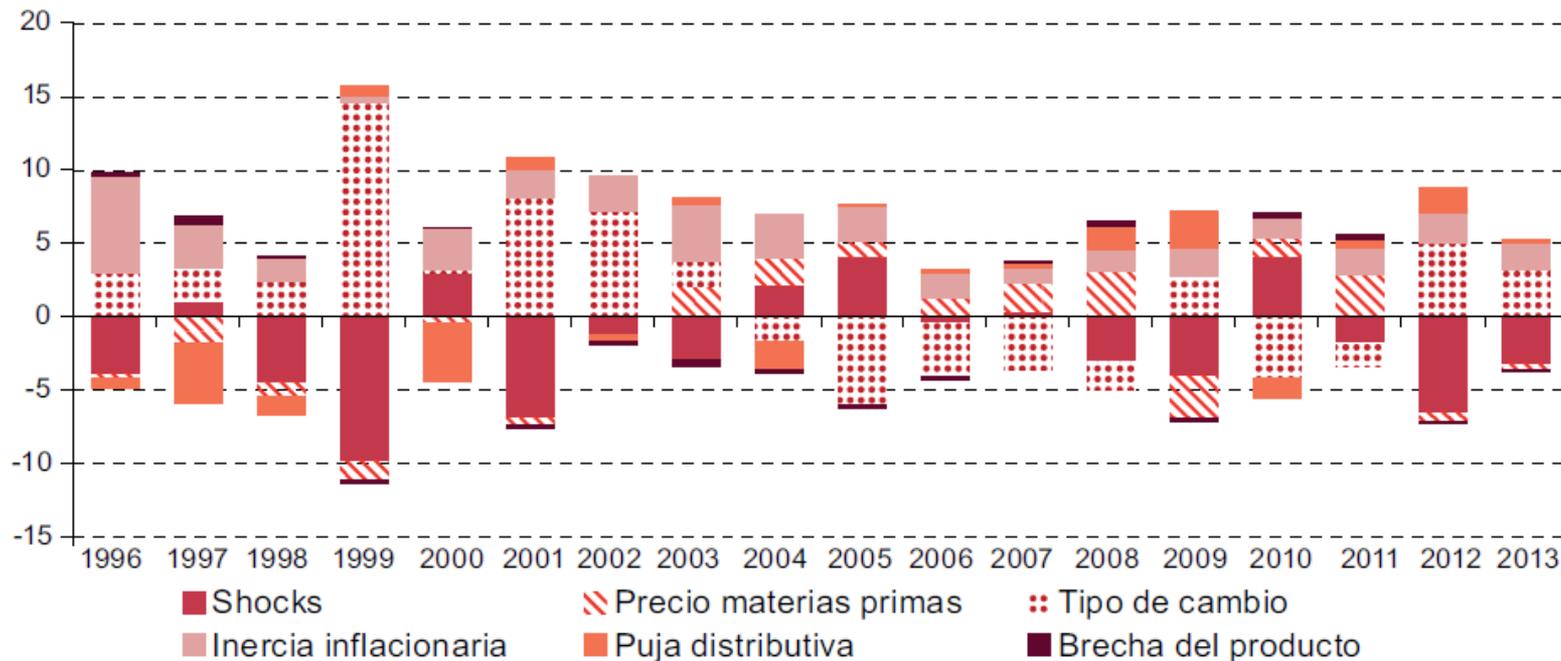
* Desequilibrio acumulativo: papel del BC.

Inflation targeting en Brasil: teoría y realidad

Constatación:

1. La inflación en Brasil no es por exceso de demanda;
2. La puja distributiva: un factor de creciente importancia desde 2008;
3. El TC nominal fue un factor desinflacionario hasta 2011.
4. En general, la elasticidad-interés de la demanda agregada es pequeña en la mayoría de los países de América Latina (Frenkel, 2008).

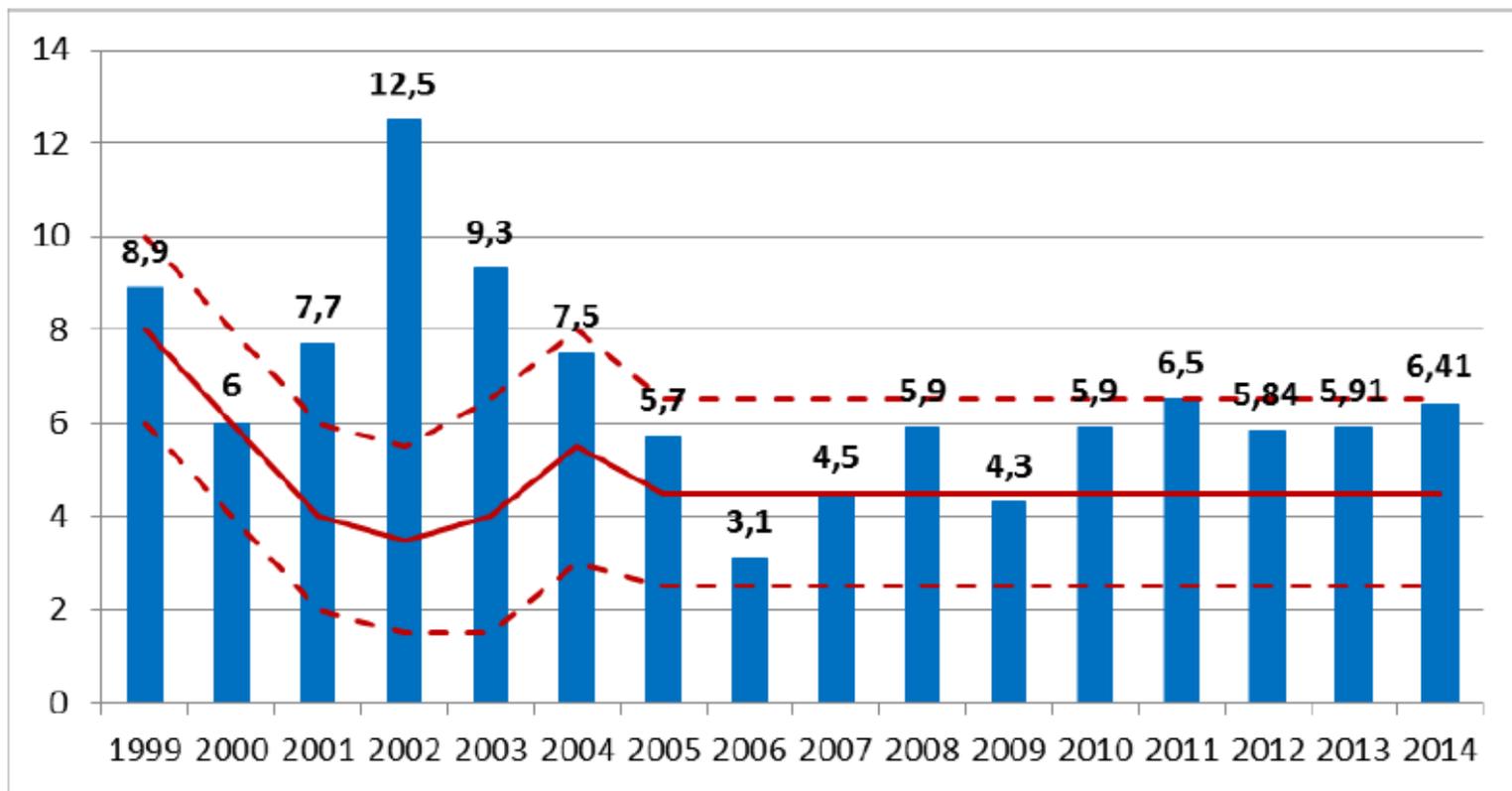
Brasil: determinantes de la inflación, 1996-2013



Inflation targeting en Brasil: teoría y realidad (cont...)

- ¿Cómo consigue el BC de Brasil hacer converger la inflación hacia su meta manejando la tasa de interés si ésta tiene bajo impacto en la demanda agregada y la inflación no tiene relación con los shocks de demanda?

Overall Inflation and inflation target



Source: Suma & Serrano (2015) en base a IPCA/IBGE; BCB.

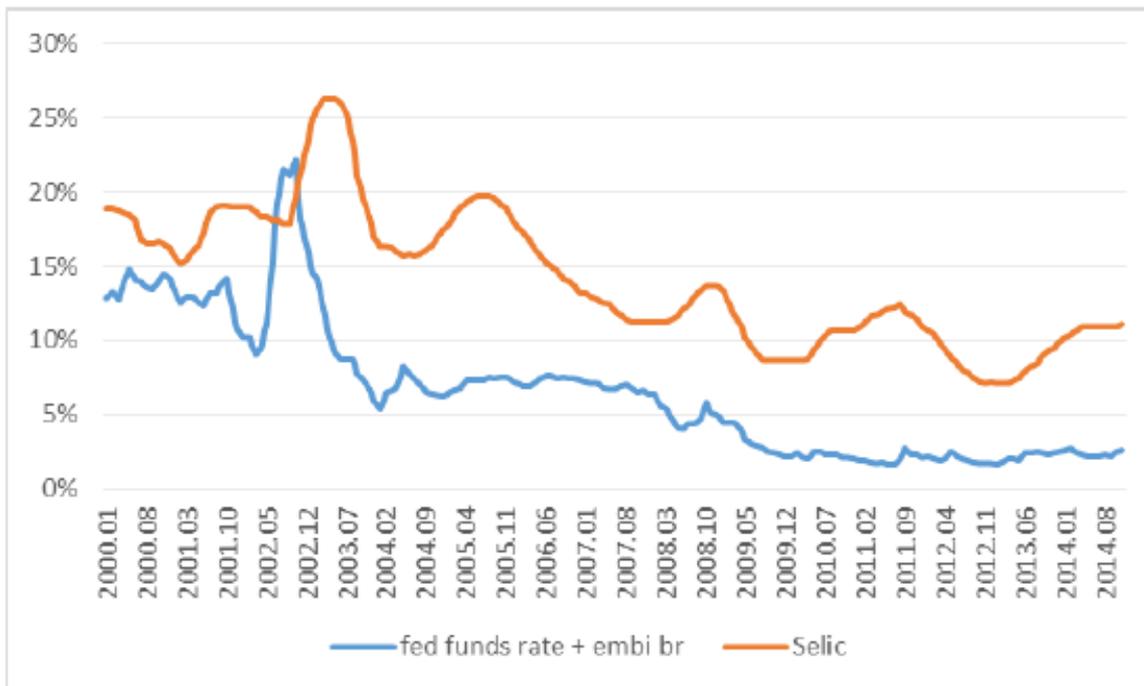
Crecimiento e inflation targeting

- El canal de costo del tipo de cambio de la política monetaria:

$$\uparrow i \rightarrow \uparrow (i - i^*) \rightarrow \uparrow \text{capital flows} \rightarrow \downarrow e \rightarrow \downarrow \pi$$

- Un diferencial $(i - i^*)$ positivo lleva a un **proceso** de apreciación del TCN (feedback de expectativas), con un shock positivo sobre la inflación de *tradables*.

Diferencial de intereses (neto del riesgo país)

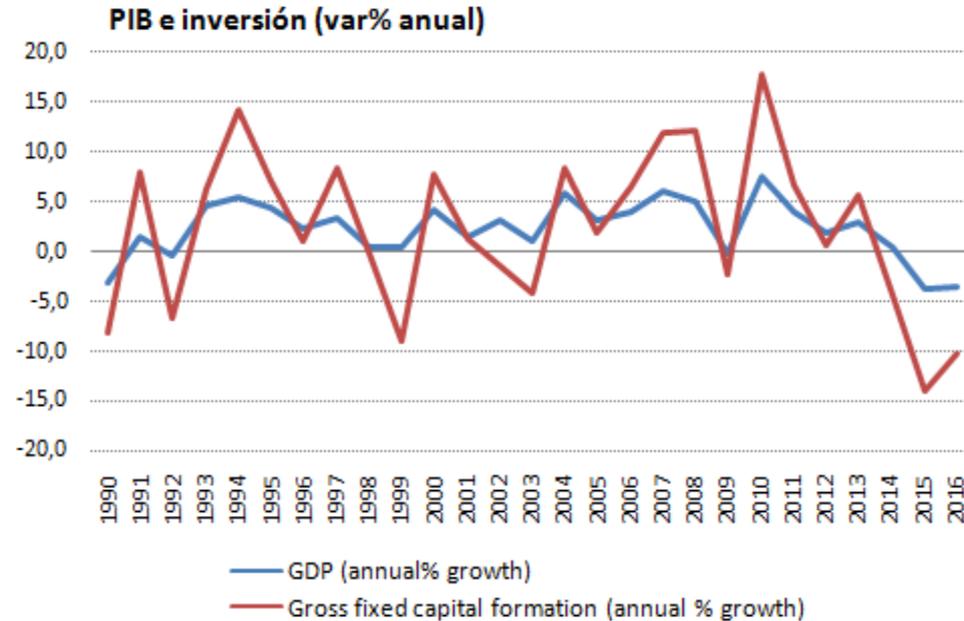
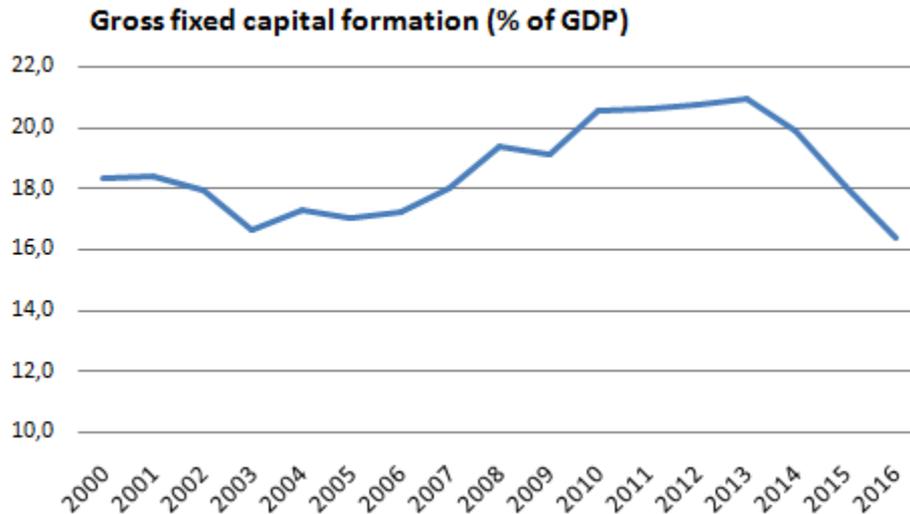


Efectos de la política macroeconómica 2004-2010.

- El diferencial ($i - i^*$) se mantuvo con una tasa de interés doméstica **decreciente**, lo que estimuló el crédito para consumo.
- Apreciación cambiaria permitió el aumento de salario real, lo que sostuvo el consumo y contribuyó a la sostenibilidad de la deuda de las familias.
- La creación del “crédito consignado” en 2003 amplió el acceso al crédito : crecimiento “**extensivo**” del consumo con crédito. Lento deterioro de la condición de sustentabilidad.
- Aumento de las transferencias sociales, ampliación de la cobertura de pensiones y programas sociales, **todas variable conectadas a la evolución del salario mínimo**, y el aumento de la masa salarial del sector público: todo esto llevó a un fuerte crecimiento del consumo privado.
- Se institucionalizó un régimen económico **híbrido**, que articuló de modo complejo las prioridades ortodoxas con un sistema de welfare state “tropical y tardío “ (Dos Santos, 2013), que dio lugar al más amplio proceso de inclusión social en la historia de Brasil. Pero sin políticas desarrollistas (ni provisión de bienes públicos).

Boom de consumo y... boom de inversión

- “Há outras peculiaridades que distinguem o período recente como, por exemplo, o fato do investimento manter-se crescendo a uma taxa equivalente a quase o dobro da do PIB –cerca de 8,5% a.a. – durante tanto tempo”, 19 trimestres entre 2004 y 2009. (Ricardo Carneiro, “Riscos e Oportunidades no mundo pós-crise”, 2012).



¿Por qué el boom de inversión?

Determinantes de la inversión productiva privada en Brazil

(algunas estimaciones econométricas)

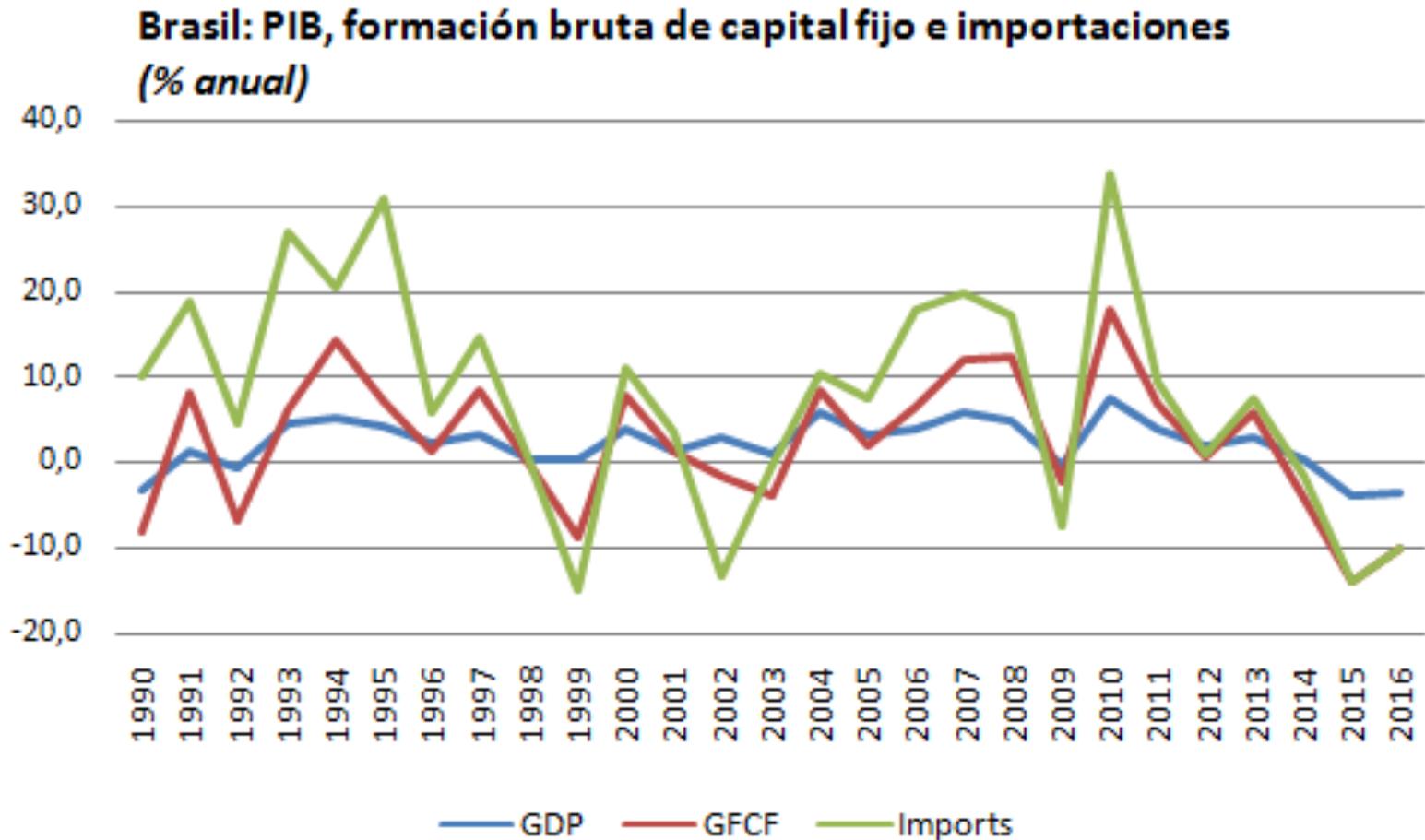
OLS (1970-2005)	Significant (and positives) coefficients for GDP and capacity utilization. Public investment showed a positive sign (complementarity effect with private investment).	Evidence of a strong accelerator effect. The coefficient of the real interest rate showed a positive sign (although not significant in all estimates). Finally, the RER coefficient was significant and negative.	Luporini & Alves (2010).
OLS (1996-2011)	Evidence of a strong accelerator effect: GDP and capacity utilization.	The real interest rate coefficient is positive and insignificant in the estimated equation.	Tadeu & Silva (2013)
Specifications VAR Quarterly data (1996-2012).	Shocks to the real exchange rate, international commodity prices and public investment are the main causal mechanisms of the quarterly dynamics of gross fixed capital formation in Brazil	There is a positive effect of public investment and the terms of trade. But the effect of a rise in the RER on private investment is negative.	Dos Santos et al (2015)

- El efecto de la tasa de interés sobre la inversión no es significativo. Hay evidencia de un fuerte efecto acelerador (demanda) sobre la inversión privada.

¿Política fiscal expansiva con superávit primario?

- Por los mayores ingresos fiscales, el gobierno pudo estimular la demanda agregada sin abandonar la meta de superávit primario: Haavelmo y el caso del superávit.
- El principal componente de la expansión del gasto público fueron las transferencias al propio sector privado **y no el aumento de la participación directa** del Gobierno. Así, las transferencias "circulan" ***dentro*** del sector privado de la economía, mientras el gobierno funciona como una agente redistributivo.
- Al ser sustraídas de la carga tributaria bruta, se obtiene la llamada carga tributaria neta, que presenta cuánto, de hecho, el sector público extrae de recursos del sector privado para financiar sus gastos (en 2005, la CTB era 33,8% del PIB mientras la CTN era 13,9%, Pinkusfeld & Sousa Rodrigues, 2009).

Boom de consumo e inversión... Y boom de importaciones



“Exportaciones, importaciones y tipo de cambio real

<i>Variable dependent</i>	<i>Methodology</i>	<i>Results</i>	<i>Observations</i>	<i>Source</i>
<i>Imports</i>	Cointegration (1996-2013)	The elasticities of imports to the RER are low (-0.51 to -0.37) and the income elasticity has a much greater effect on imports (3.17 to 2.22).	RER-elasticity of imports is low because the composition is concentrated in intermediate goods, fuels, transport, royalties and equipment services, which are not easily replaced by domestic production due to structural deficiencies.	Dos Santos et al (2015)
<i>Imports</i>	OLS, with a linear logarithmic specification (inc. licenses)	The income elasticity of imports is 1.59 while the price elasticity is -0.31.	Using the Rolling Regressions technique, the authors show a growing tendency of the Income Elasticity of Demand for Imports in Brazil between 1980 and 2002.	Pacheco-López & Thirlwall (2006)
<i>Export</i>	Cointegration with non-linearity (1995-2009)	In the long run income elasticity ranged from 0.92 to 1.2 and the price elasticity ranged from -0.04 to 0.11.	In the short term, the impact of the RER is small or nil (it is even negative in some specifications). The world income seemed to exert significant influence.	Schettini, Squeff & Gouvêa(2011)

- Dominancia del “**efecto-ingreso**” sobre el “efecto-precio”: el ajuste externo (comercio) es por cantidades.
- EL TCR es una variable distributiva que afecta la demanda agregada por su efecto en la distribución y así afecta el balance comercial.
- La mayor integración productiva hace que las exportaciones sean mucho menos sensibles a las variaciones del tipo de cambio (**Depreciations without exports**, Hannan, Appendino & Ruta, 2015, vox.eu.org).

Cambio en la política económica: argumentos

- Razones para el ajuste fiscal:

↓ déficit → ↓ i (↓ impuestos) → ↑ FBKF (rentabilidad) y ↑ Exportac. (↓ tasas, ↑ TCR)

- Cuál fue el resultado?

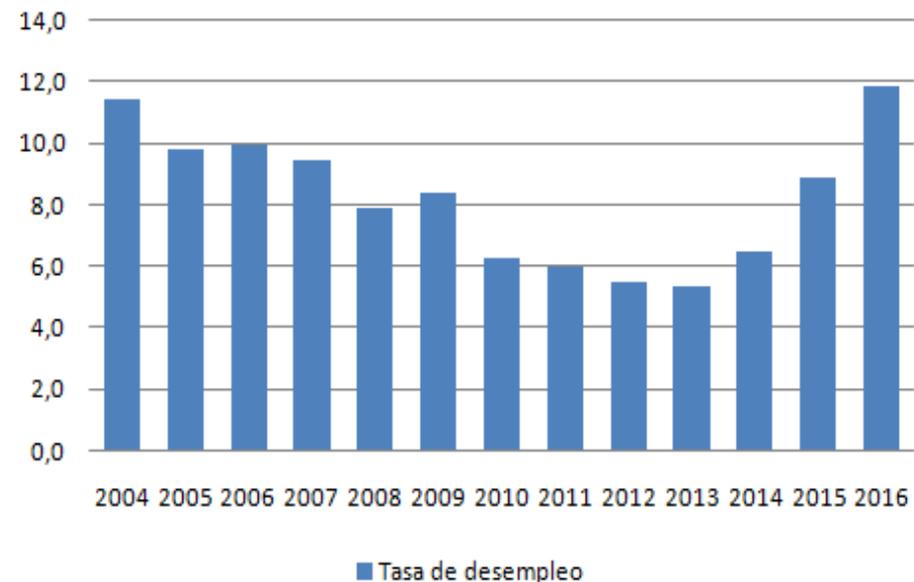
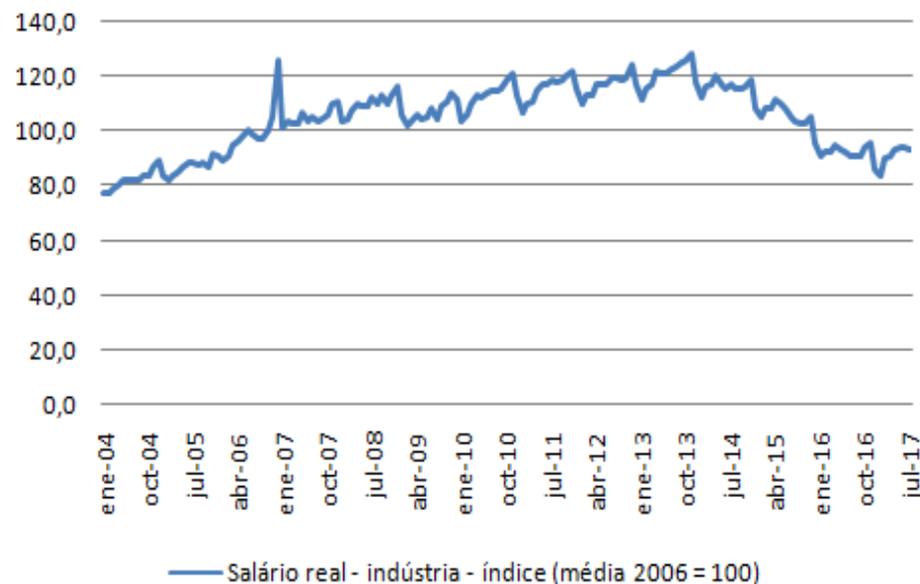
↓ Gasto → ↓ PIB → ↓ FBKF

↓ i (2011-2013) → ↑ TCR → ↓ Exportac Industriales

- La inversión privada primero se desaceleró y más tarde se derrumbó. No hubo crecimiento de las exportaciones.

Mendonça de Barros, intelectual del PSDB:

“After a long period of rapid growth, unemployment rate reached 4.6%. There are horrible pressures in the labor market. Unions, as was expected, took advantage of the situation to impose wage increases and social gains, which increased the cost faced by firms and created a dramatic situation in the industry. What she [Dilma Rousseff] must do (and the new policy is already doing) is to make the labor market more flexible. In other words, to generate some unemployment. This is already happening in the automotive sector. Unions will become weaker and negotiate in more reasonable terms.”



Argentina: del crecimiento acelerado (2003-2011) al estancamiento (2012-2015) y nueva etapa (2016)

- La tasa media de crecimiento del PIB de 6% entre 2003-2011, pasa a 0,3% anual entre 2011-2015.

Gráfico8. Gasto público en Salarios y bienes (nominal % anual)

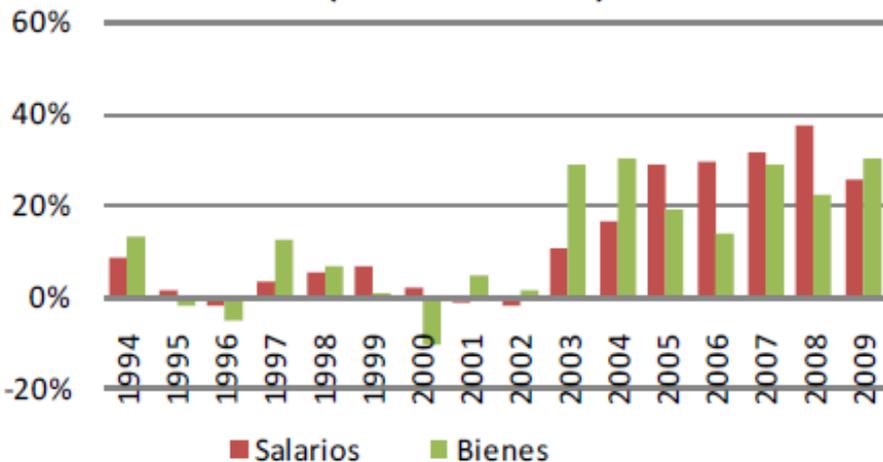
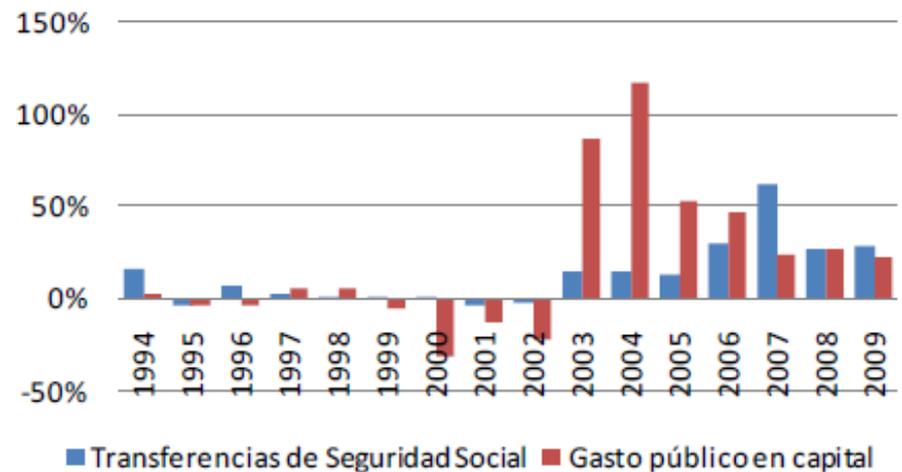


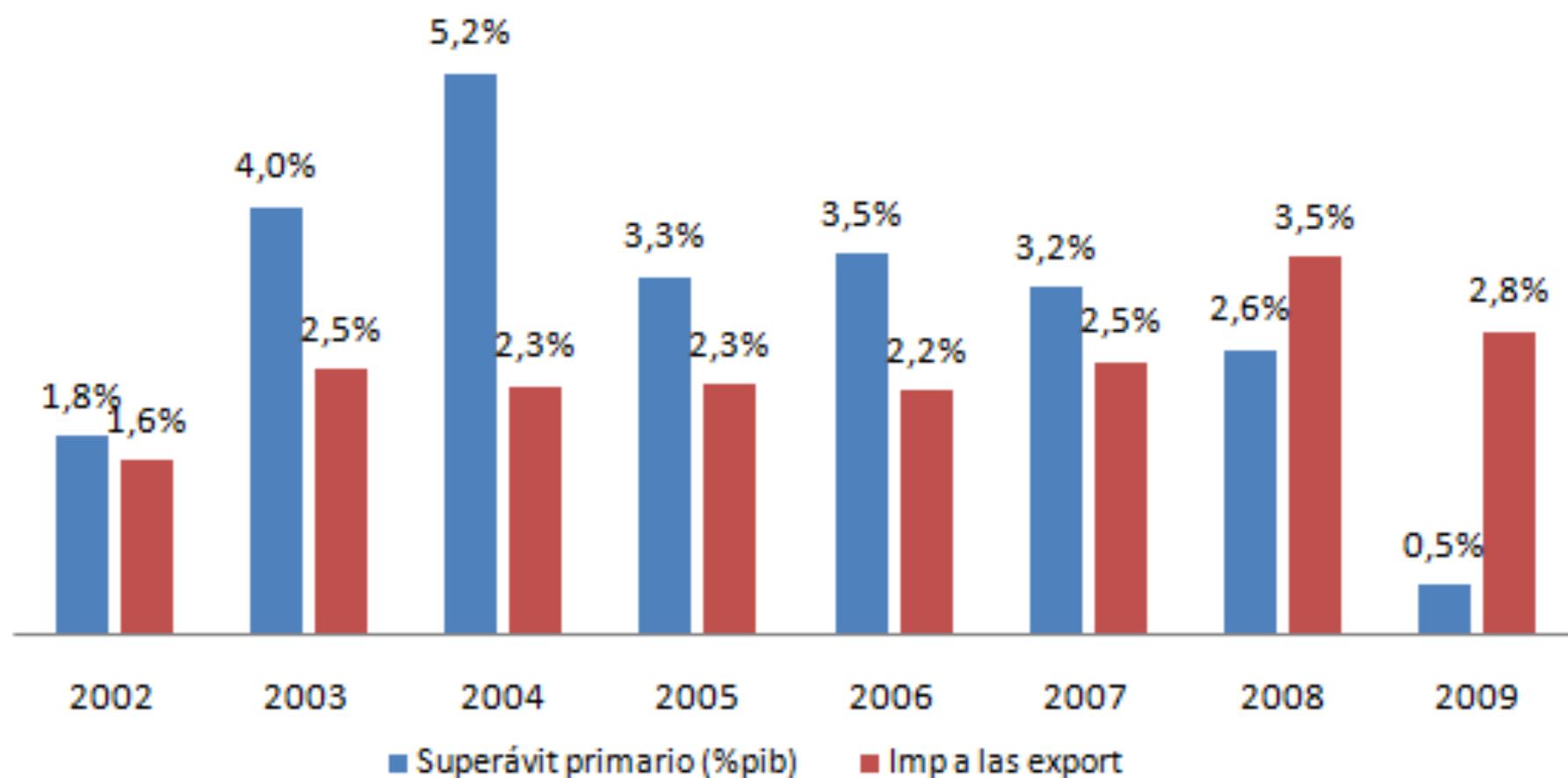
Gráfico9: Gasto publico en Seg. Social y capital (nom% anual)



Fuente: Ministerio de economía.

El resultado expansivo que se registra desde 2003 se explica por un aumento directo en las transferencias sociales (jubilaciones), la masa salarial del sector público, el consumo del Estado y la inversión pública.

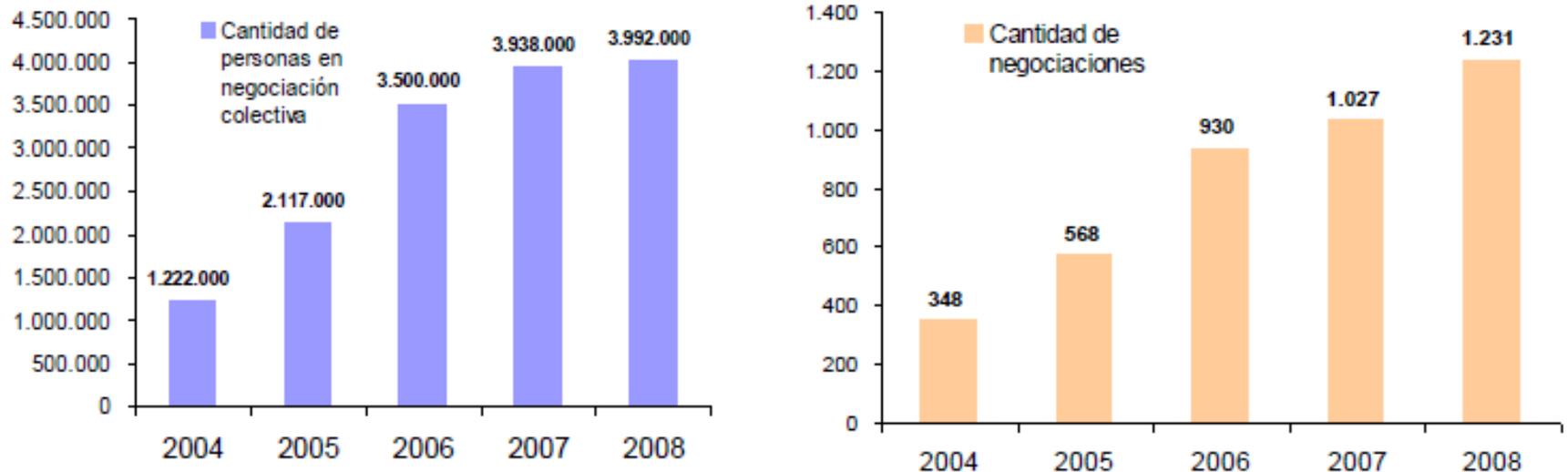
Superávit fiscal primario e impuestos a las exportaciones (% del pib)



Cambios en el régimen de negociación salarial

Argentina: Negociaciones colectivas, 2004-2008

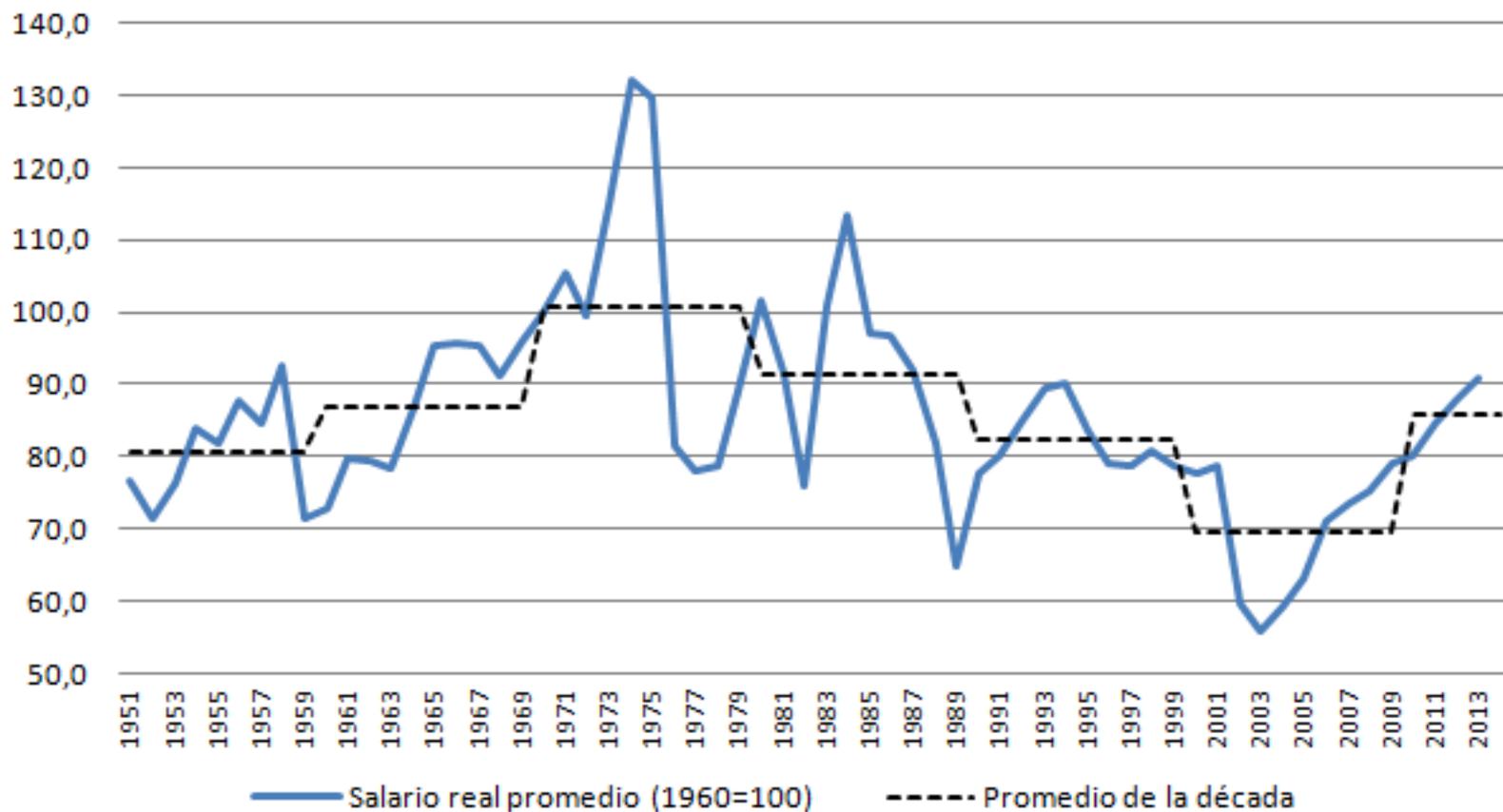
(cantidad de personas y de negociaciones)



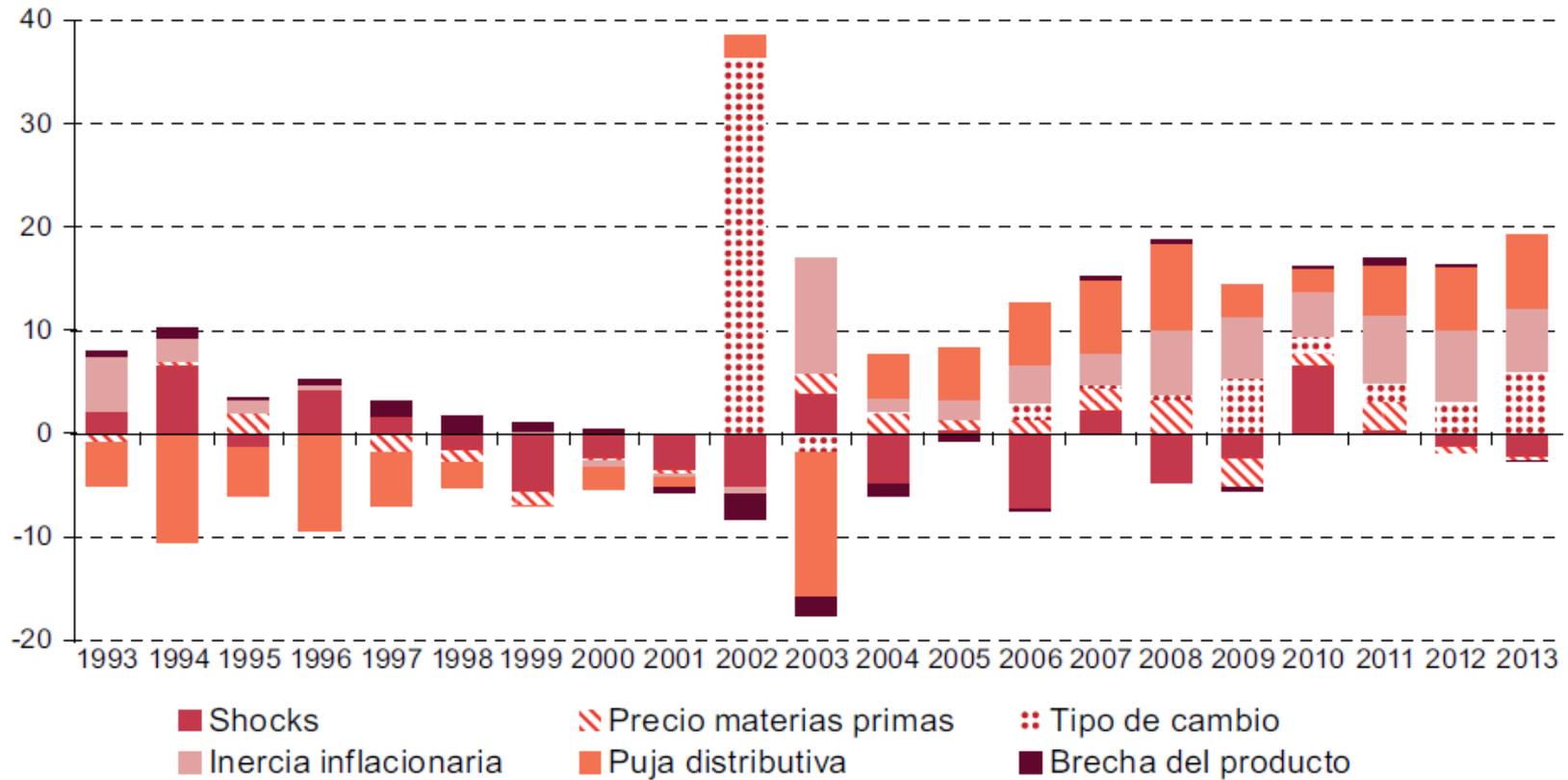
Fuente: MTEySS - Subsecretaría de Programación Técnica y Estudios Laborales - Dirección de Estudios de Relaciones del Trabajo.

Salarios reales en perspectiva histórica

Argentina: salario real promedio, 1950-2013 (índice 1960=100)



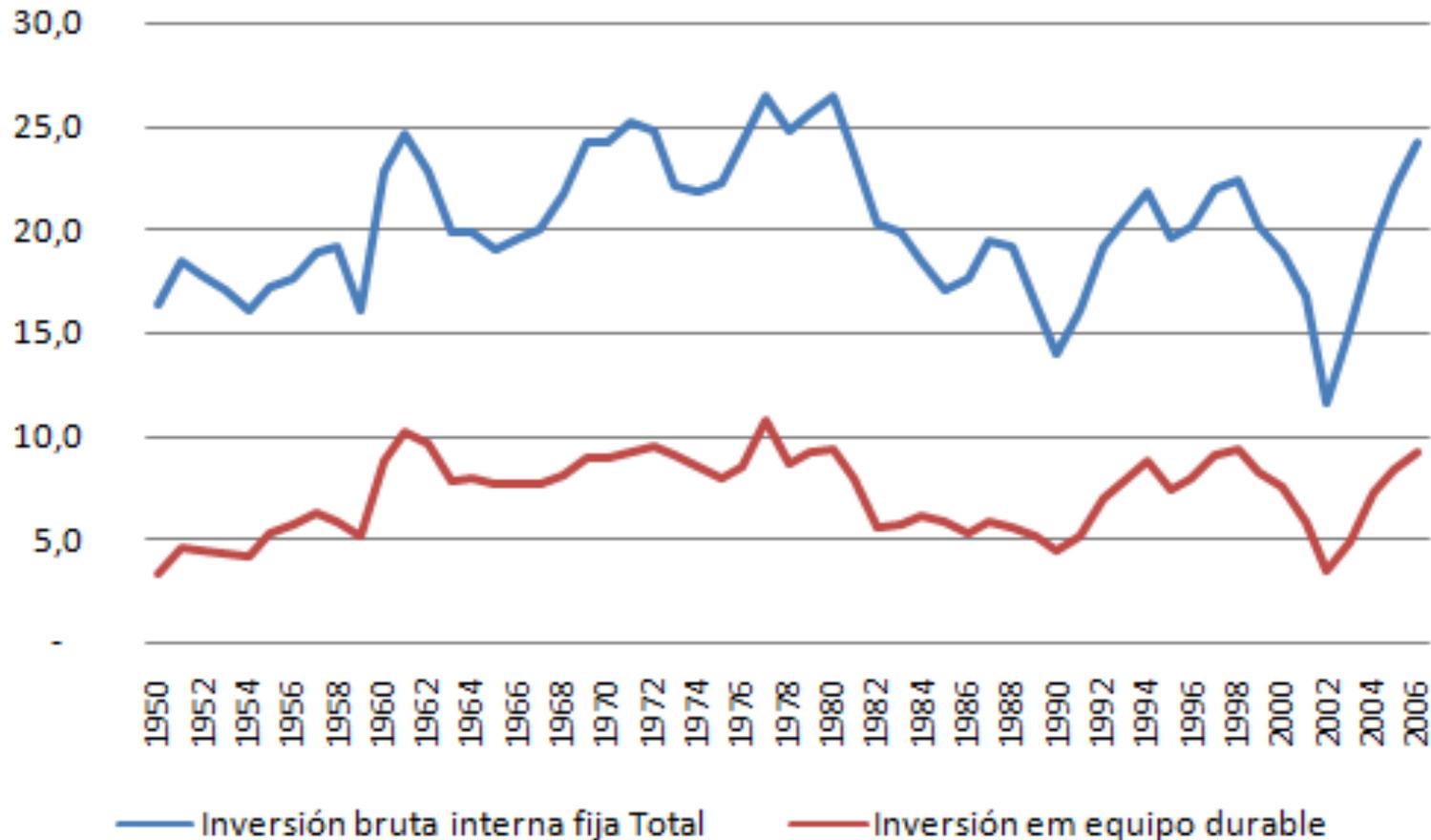
Argentina: determinantes de la inflación, 1993-2013



- La inflación no es fundamentalmente inercial.
- No tiene relación con los “excesos de demanda”.
- El TCN afecta crecientemente a la inflación a partir de 2009.
- La puja distributiva tiene un papel central en la inflación argentina.

¿Y la inversión productiva?

Tasa de inversión en Argentina, 1950-2006 (% del pib)



Fuente: ***“Patrones de Ahorro e Inversión en Argentina 1950-2006”***, Ariel Coremberg, Daniel Heymann, Patricia Goldzier y Adrián Ramos. CEPAL 2007.

Determinantes de la inversión productiva privada en Argentina

(algunas estimaciones econométricas)

Variable dependent	Methodology	Results	Observations	Source
<i>Private investment (1)</i>	OLS (1980-1995)	Se estima una función de inversión basada en un modelo de acelerador flexible (utilizando alternativamente el PIB y la demanda interna). El modelo describió bien el comportamiento de la inversión agregada durante todo el período	Con ambas variables (PIB y demanda interna) se obtienen buenos resultados pero ligeramente mejores con la demanda interna.	Frenkel, Fanelli & Bonvecchi (1997)
<i>Private investment (2)</i>	OLS (1950-2000)	"El comportamiento de la inversión privada habría sido procíclico, principalmente asociado con variaciones en la demanda agregada, similar al mecanismo acelerador".	Las variables proxy del costo de inversión (tasas de interés nominales y reales) no son significativa en el largo plazo. Tampoco es el volumen de crédito. El llamado "estado de confianza" no reveló ninguna correlación definida con la inversión. Las políticas para promover la inversión nacional y extranjera (incluyendo el crédito) habrían alterado la composición y calidad de la inversión privada, pero no su volumen agregado.	Coremberg, Marotte, Rubini & Tisocco (2006)

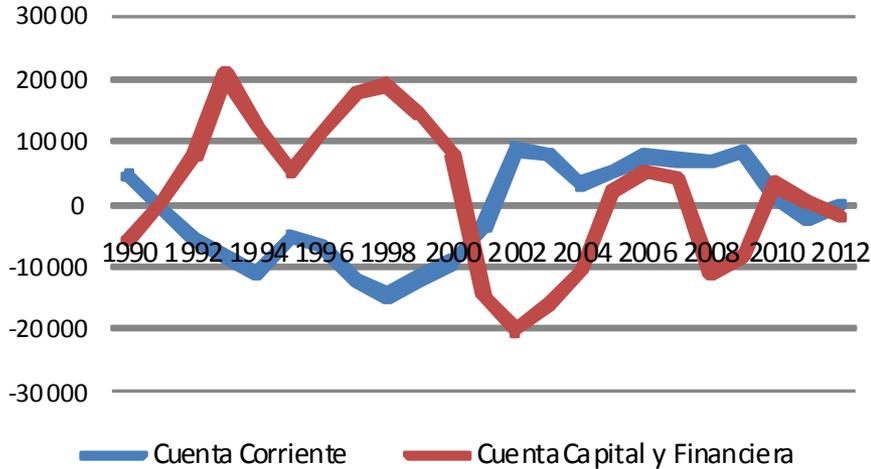
- Implicación : la inversión privada productiva ***no puede ser considerada autónoma***, como una alternativa al consumo, sino que es ***consecuencia*** del consumo (así como de otras fuentes de demanda final como las exportaciones y el gasto público).

El estancamiento (2012-2015)

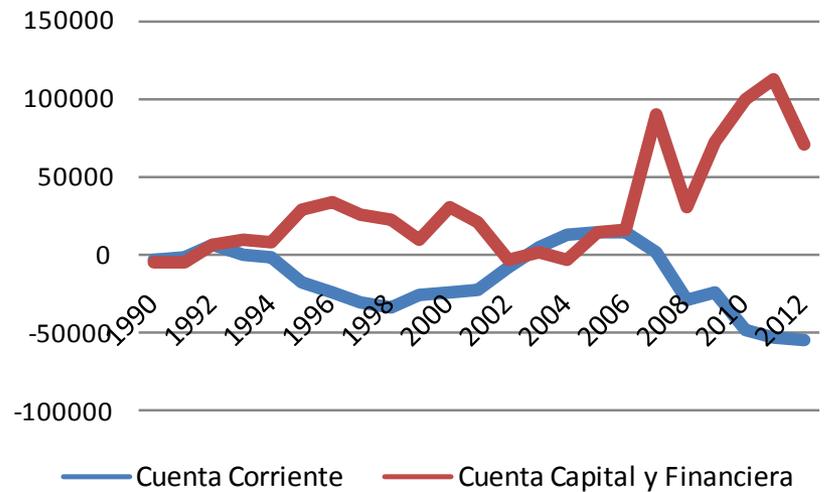
- 1) **Desaceleración de la inversión productiva** (acelerador): cuando el crecimiento del PIB se estabiliza, la inversión tiende a converger a esa tasa y desacelera (había comenzado a desacelerarse a mediados de 2010).
- 2) **Exportaciones** pasan de crecer 28% interanual en el tercer trimestre de 2010 a mostrar crecimiento nulo en el segundo trimestre de 2011. Más tarde se derrumban en el segundo trimestre de 2012 (-10% interanual).
- 3) Cambios tras las elecciones de 2011: aumentos graduales de tarifas de los servicios públicos, límites a los aumentos salariales, y amplio control de cambios (“sintonía fina”).
- 4) Tendencia al déficit fiscal (creciente peso de los subsidios) llevan a una mayor **austeridad fiscal** (aumento de tarifas, desaceleración del gasto) en momentos en que operaban tendencias graduales hacia la desaceleración económica (menores tasas de inversión, “meseta” distributiva y reducción de las exportaciones).

Argentina en el contexto latinoamericano

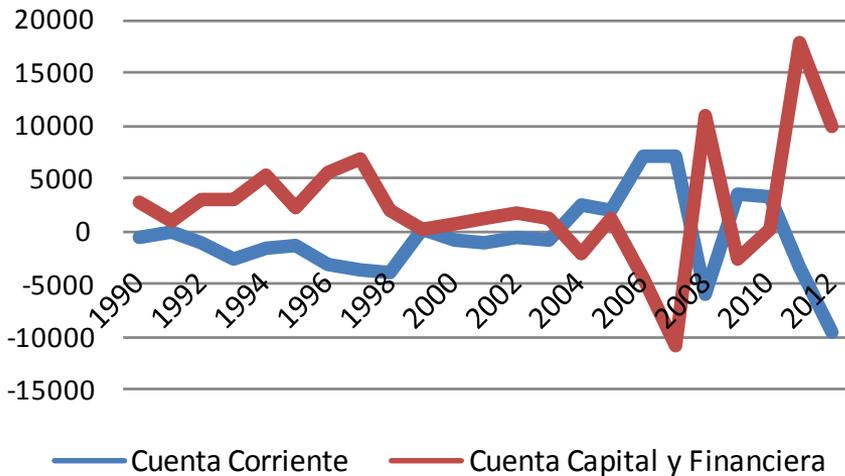
Argentina: balanza de pagos, 1990-2012 (millones de u\$s)



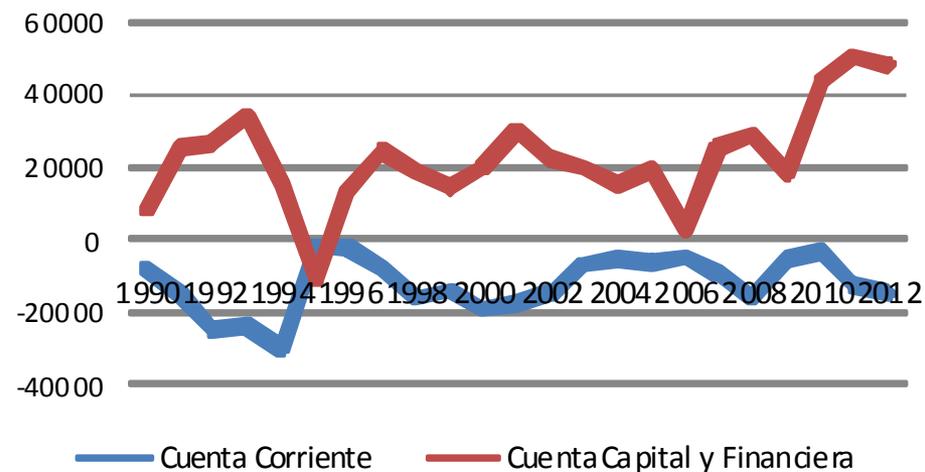
Brasil: balanza de pagos, 1990-2012 (millones de u\$s)



Chile: balanza de pagos, 1990-2012 (millones de u\$s)



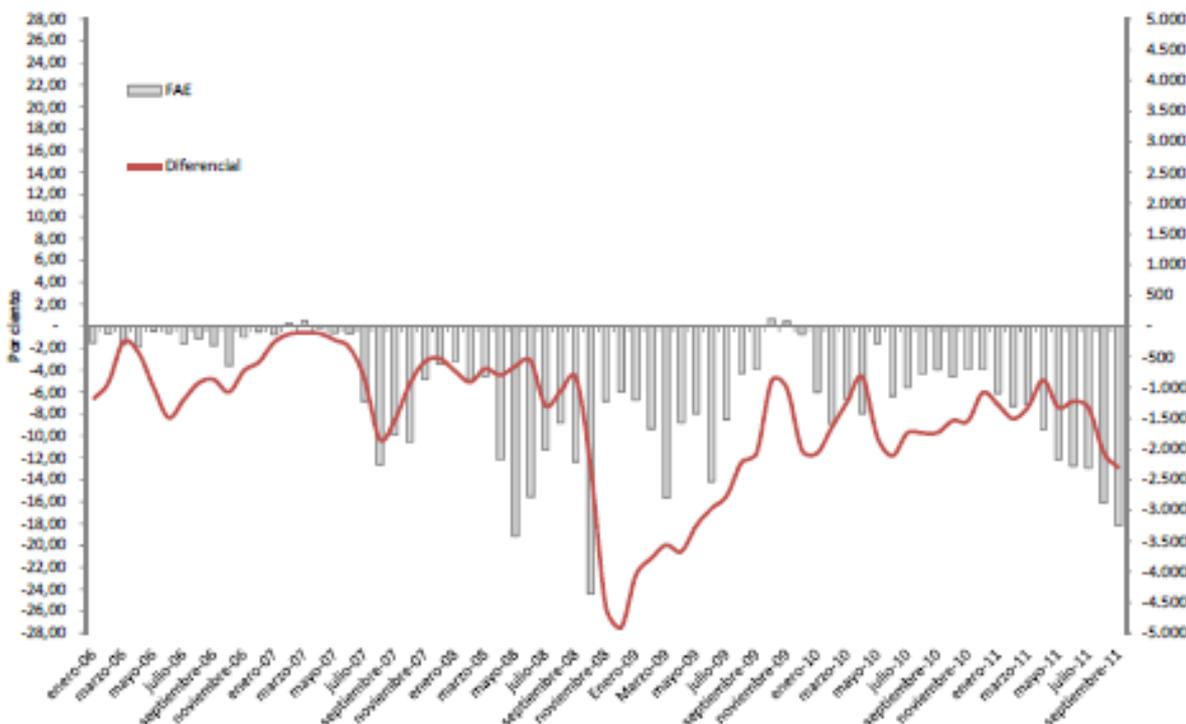
México: balanza de pagos, 1990-2012 (millones de u\$s)



Controles cambiarios y mercado paralelo (2011-2015)

- Con el control de cambios, la política económica mantuvo un diferencial negativo de intereses interno-externo, sosteniendo incentivos en una dirección opuesta a la manifestada con la aplicación de los controles.
- $i_d > i^* + P + \text{var TCN esp}$
- De ene-2011 a oct-2014, el BCRA perdió casi la mitad de sus reservas (25 mil MM U \$S).
- TCN (2011-2014): Argentina, 112%, Brasil, 46%, Chile, 22%, México, 11%, Perú, 4%.

Gráfico 1: Formación de activos externos y diferencial 2006:1-2011:9

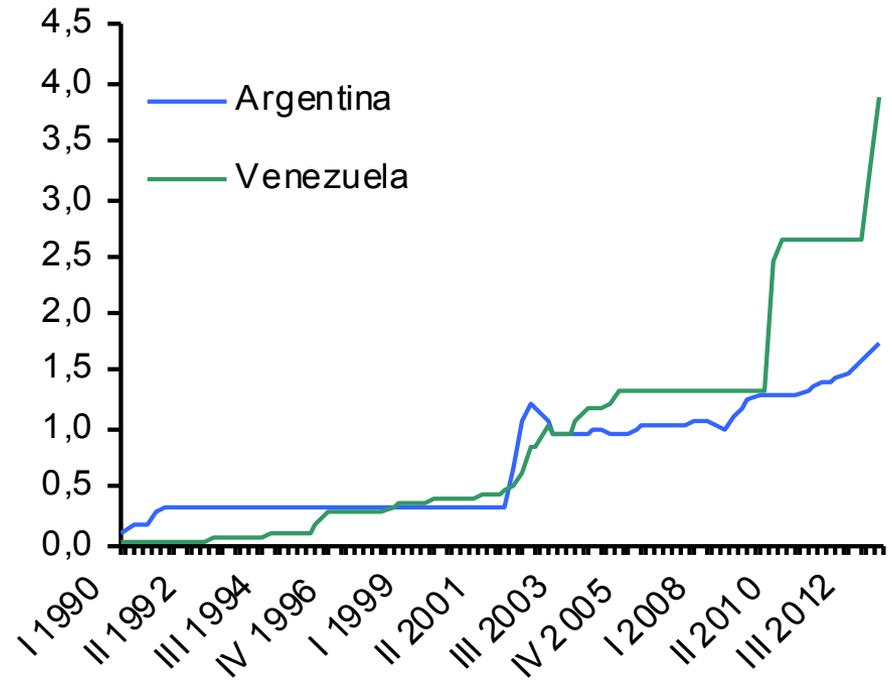
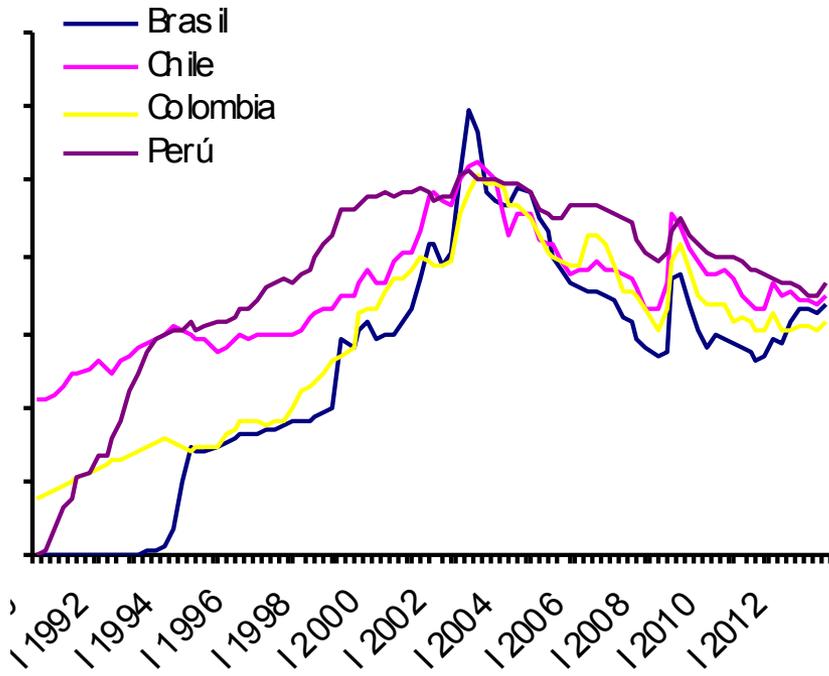


Fuente: Elaboración propia con datos de MECON, BCRA y ROFEX

DeLucchi et al (2013). Una explicación alternativa a la “Formación de Activos Externos” en Argentina, Blog Revista Circus.

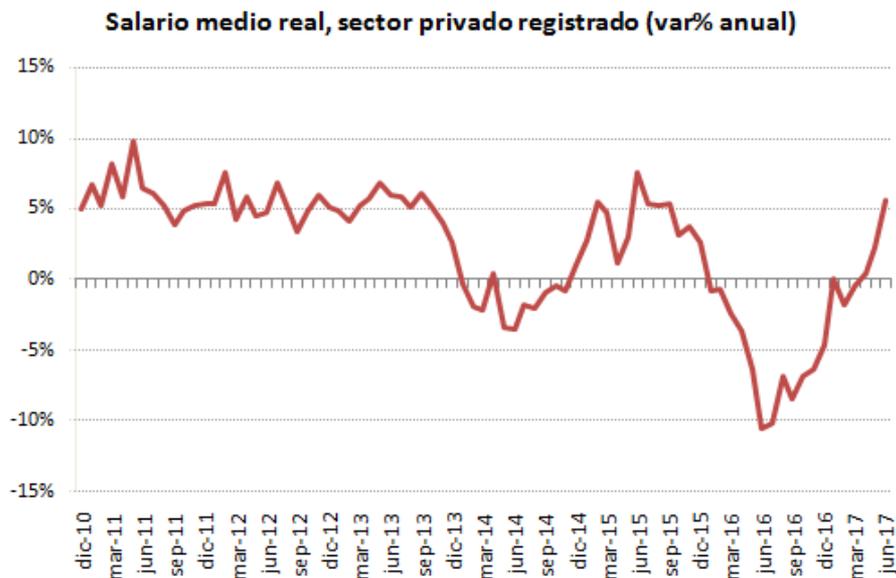
La evolución de los TCN

NOMINAL EXCHANGE RATE (quarterly average, domestic currency for dollars, 2003=100)

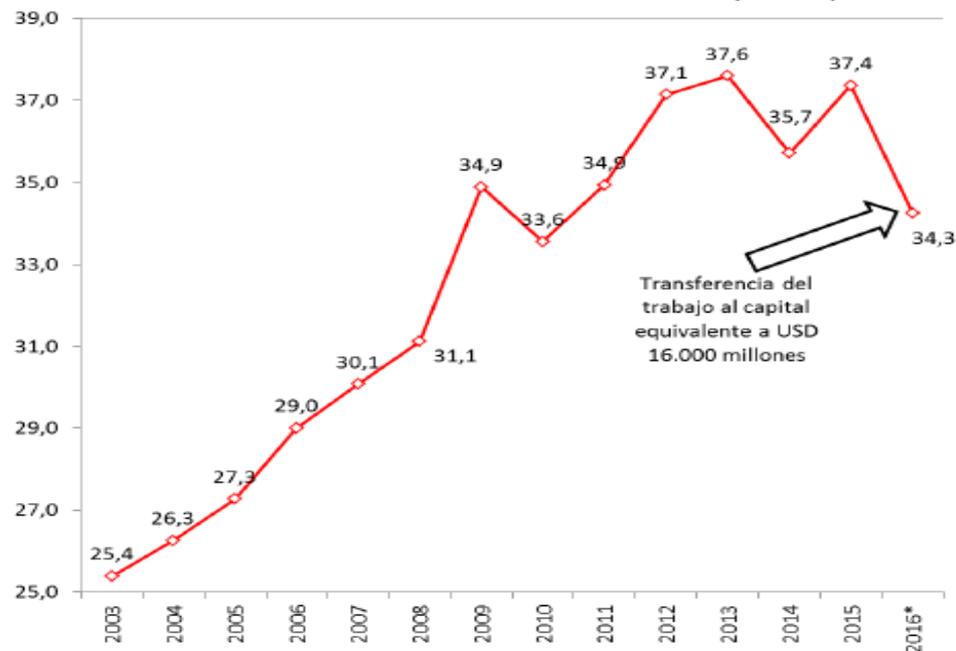


El cambio de gobierno (2016-2017)

- **El motor de la actividad económica tiene que ser la inversión privada y las exportaciones**, no el consumo financiado vía gasto público o aumentos “excesivos” de salarios (ajuste fiscal, estímulo a la rentabilidad y TCR más alto).
- En 2016: ajuste fiscal (tarifas, reducción de impuestos a las exportaciones), salida de los controles cambiarios y devaluación (47% en el primer día sin controles).

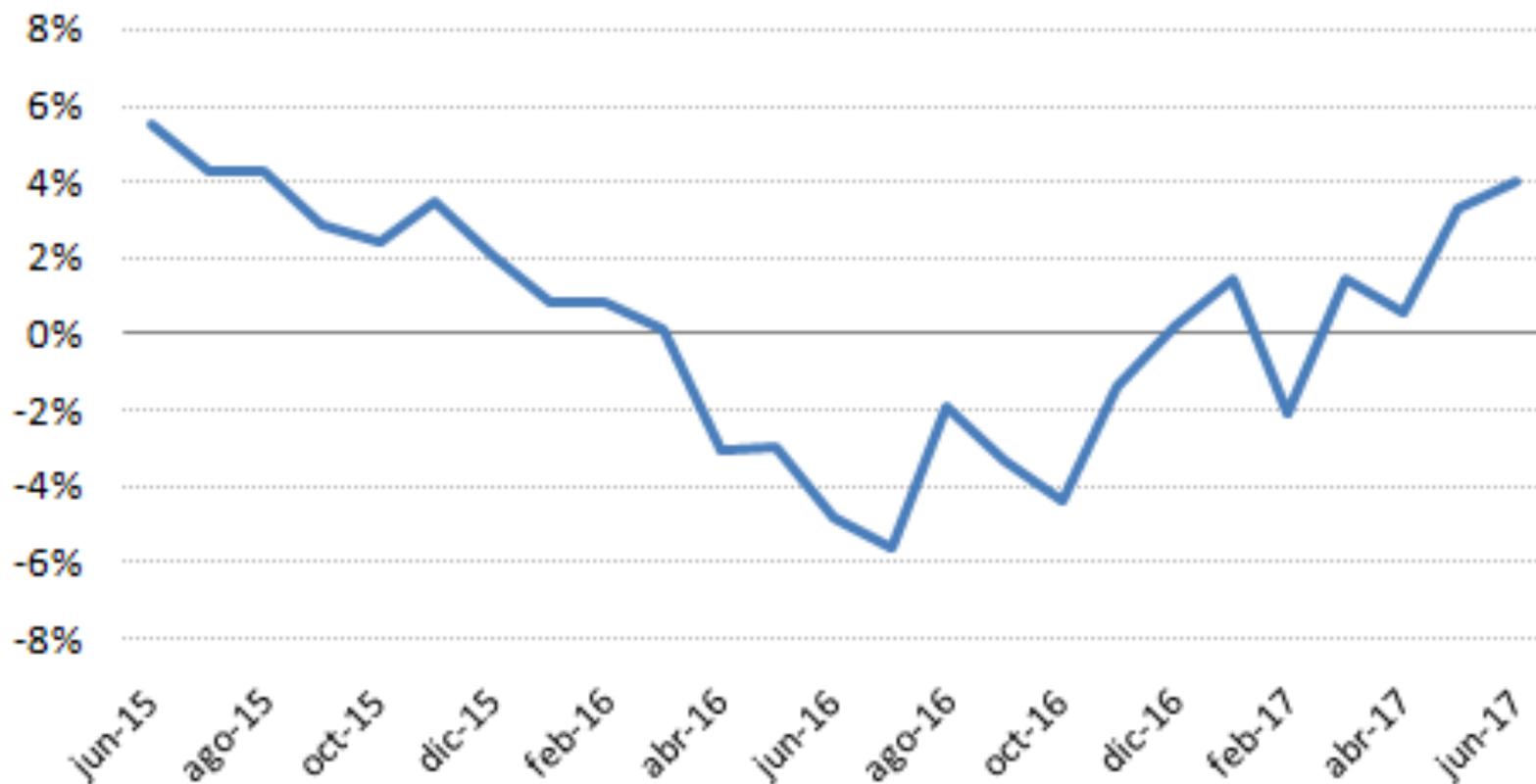


Fuente: Indec.



Fuente: Cifra

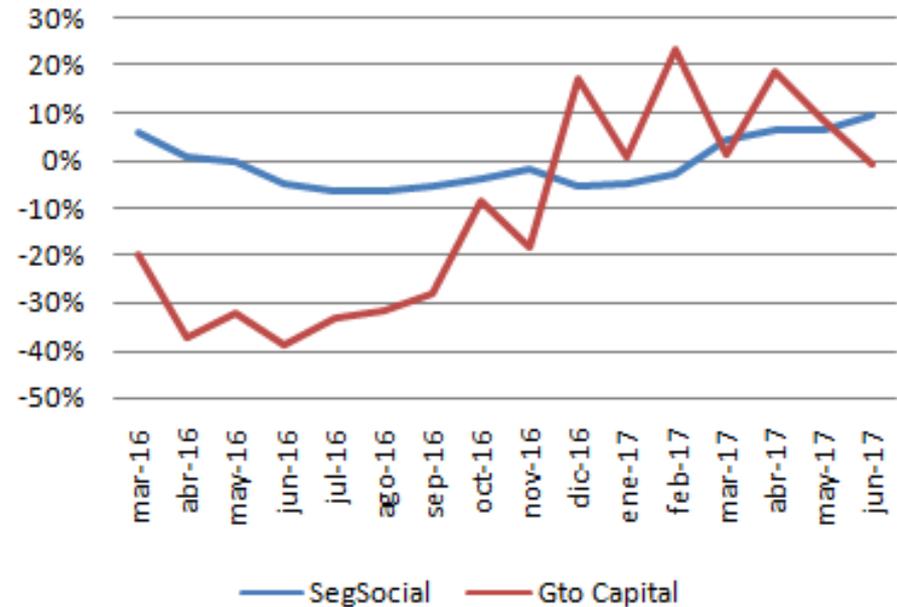
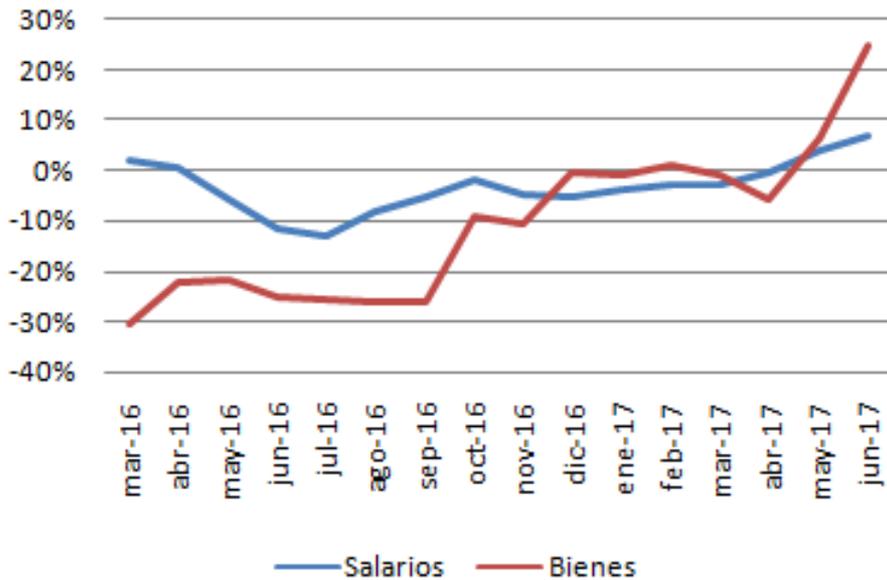
Estimador mensual de actividad económica (va% i.a.)



Fuente: Indec.

La expansión “electoral” (2017)

- Pese al argumento oficial (“para crecer hay que reducir el déficit fiscal y disminuir el gasto público”) el gobierno cedió a la tentación electoral y estimuló la economía (“populismo tardío”).



Observaciones finales

- Los incentivos a la inversión privada vía mayor rentabilidad (cambios en la distribución, en la política fiscal, etc.), para que el sector privado ejerza el liderazgo del proceso de crecimiento, condujeron a menos inversión y estancamiento del producto y el empleo (profit-led stagnation).
- Efectos de la inversión productiva sobre el sector industrial (Kaldor).
- El TCR más alto para estimular las exportaciones no llevó a mayores exportaciones y hubo una caída de las exportaciones industriales (export-led stagnation).
- La causa el fracaso de las “coaliciones distributivas” que son reemplazadas por otras de signo opuesto.
- Efectos de la reversión económico-política sobre el Welfare State.