

# Estabilidad y crecimiento en Brasil

## Stability and growth in Brazil

Enestor Dos Santos

Enestor Dos Santos

Economista de la Unidad de Economías Emergentes, BBVA Research,  
y profesor asociado de Economía, IE Business School.

enestor.dossantos@bbva.com

### RESUMEN

Brasil ha podido implementar y perfeccionar desde finales de los años noventa un modelo económico basado en un sistema de metas de inflación para mantener los precios domésticos bajo control, la flexibilidad cambiaria y el compromiso con la solvencia del sector público. Este modelo fue inicialmente adoptado en el segundo Gobierno de Fernando Henrique Cardoso. Luego, durante los dos mandatos de Luis Inácio *Lula* da Silva, fue mantenido y refinado. Y ciertamente lo seguirá siendo durante el Gobierno de Dilma Rousseff. El consenso en torno a este modelo económico y la relativa disociación del ciclo político del económico han posibilitado la conquista de la estabilidad y la aceleración del crecimiento económico.

*Palabras clave: Brasil, macroeconomía, estabilidad, crecimiento*

### ABSTRACT

Since the end of the 1990s, Brazil has succeeded in implementing and developing an economic model based on an inflation target model to keep domestic prices under control, a flexible exchange rate and a commitment to ensuring the solvency of the public sector. This model was initially adopted during Fernando Henrique Cardoso's second term as president, and subsequently maintained and refined during Luis Inácio *Lula* da Silva's two terms. Its development will certainly continue under the presidency of Dilma Rousseff. The consensus on this economic model and the relative dissociation of political and economic cycles have facilitated the stabilisation of the domestic environment and the acceleration of economic growth.

*Keywords: Brazil, macroeconomy, stability, growth*

Desde finales de los años noventa en Brasil se ha estado implementando y perfeccionando un modelo económico basado en tres pilares: 1) la no tolerancia con la inflación, enmarcada en un sistema de metas de inflación; 2) la responsabilidad fiscal, y 3) la flexibilidad cambiaria. El consenso en torno a estas ideas ha permitido que el país logre, por un lado, alcanzar una relativa estabilidad económica y, por el otro, acelerar el crecimiento. Se ha creado, de hecho, un círculo virtuoso en el cual la estabilidad económica estimula el crecimiento que, a su vez, refuerza la estabilidad del país. Este modelo económico ha resistido a los importantes cambios políticos observados en el país en los últimos años. Ha habido, de hecho, una disociación del ciclo político del ciclo económico. Más concretamente, el modelo económico preliminarmente adoptado en el segundo Gobierno de Fernando Henrique Cardoso fue continuado y mejorado durante el Gobierno de Luis Inácio *Lula* da Silva y, muy probablemente, lo seguirá siendo en el Gobierno de Dilma Rousseff.

En este trabajo se muestra cómo se ha ido construyendo y perfeccionando este modelo económico y cómo ha sido capaz de generar un ciclo de estabilidad y crecimiento. Se analiza, además, el papel que tuvo la implementación de políticas anticíclicas para reforzar este modelo. Finalmente, se examinan los avances que podrían/deberían ser implementados en los años del Gobierno de Dilma Rousseff. En este sentido, se discute con especial atención la posibilidad de introducir una política fiscal que pueda aumentar el ahorro público y, en consecuencia, contribuir a la reducción de los tipos de interés domésticos, que siguen estando entre los más altos del mundo y generando una serie de distorsiones en la economía brasileña.

## EL CICLO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA

### **Crecimiento y estabilidad: la literatura y el caso brasileño**

La relación entre inflación y crecimiento es, desde hace décadas, fuente de controversias en la literatura económica. Ni las teorías disponibles, ni la evidencia empírica han podido mostrar una relación estable entre estas dos variables. Hay algún consenso sobre la idea de que la inflación y el crecimiento están positivamente relacionados en el corto plazo (como indica, por ejemplo, la Curva de Phillips) y negativamente relacionados en el largo

plazo (de acuerdo con la evidencia empírica presentada, por ejemplo, por la nueva teoría de crecimiento económico), pero una serie de críticas y contraejemplos la invalidan como una proposición general<sup>1</sup>. La literatura económica, sin embargo, ofrece apoyo a la idea de que la inestabilidad generalizada y extremada de precios (como la observada en episodios de hiperinflación) tiene un impacto negativo en términos de crecimiento. Además, también parece haber una relación negativa entre crecimiento económico y definiciones más amplias de inestabilidad (como la inestabilidad política, la inestabilidad institucional y la inestabilidad macroeconómica), como se ha mostrado en trabajos como el de Barro (1991) y De Gregorio (2002). Adicionalmente, la literatura muestra que, de una manera general, la implementación de políticas contracíclicas tiene el potencial de reducir los costes en términos de crecimiento económico (Atkeson y Phelan, 1994; Galí Gertler y Salido, 2007). Tanto la estabilidad económica como las políticas contracíclicas tienen, por lo tanto, un potencial para estimular el crecimiento sostenible de una economía.

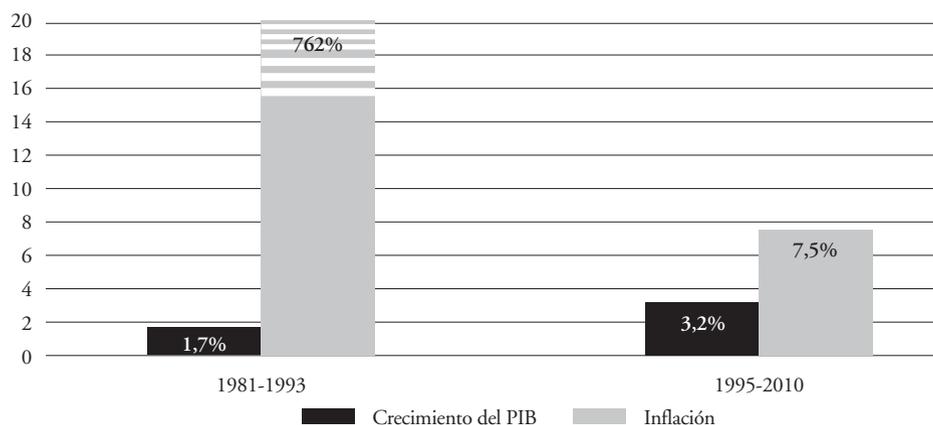
En Brasil, foco de este trabajo, la evidencia reciente apoya la idea de que períodos de mayor estabilidad (económica, política e institucional) están asociados con períodos de mayor crecimiento. En la década de los ochenta y en los primeros años de los noventa el país pasó por una clara inestabilidad económica (manifestada, por ejemplo, por la crisis de la deuda y la hiperinflación) y político-institucional (marcada por los últimos años de los gobiernos militares, la transición hacia la democracia, la preparación y la aplicación de una nueva Constitución, el impedimento del presidente Fernando Collor de Melo, etc.) que redujo el crecimiento económico. Sin embargo, a partir de la implementación del Plano Real de combate a la inflación en 1994, el país logró estabilizar su economía y su contexto político-institucional, lo que le permitió retomar su crecimiento económico.

La experiencia brasileña en las décadas más recientes sugiere, por lo tanto, que el país solo pudo empezar a crecer de una manera sostenible tras garantizar la estabilidad de su economía y del entorno político-institucional. En otras palabras, la estabilidad fue un requisito para el crecimiento económico. Y lo continúa siendo a la luz de lo observado en los últimos años en los gobiernos de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), Lula da Silva (2003-2010) y Dilma Rousseff (2011-). Cabe destacar que, a pesar de que la estabilidad pueda ser un requisito para el crecimiento económico (como lo ha sido en el caso brasileño), el crecimiento económico, a su vez, facilita y estimula la estabilidad económica, política e institucional. Hay, por consiguiente, un claro círculo virtuoso en la relación entre crecimiento y estabilidad que, precisamente, el caso brasileño apoya y ejemplifica.

1. Para una discusión sobre la relación entre crecimiento y estabilidad véase, por ejemplo, los estudios de Fischer (1993), Bruno y Easterly (1996), Barro (1996).

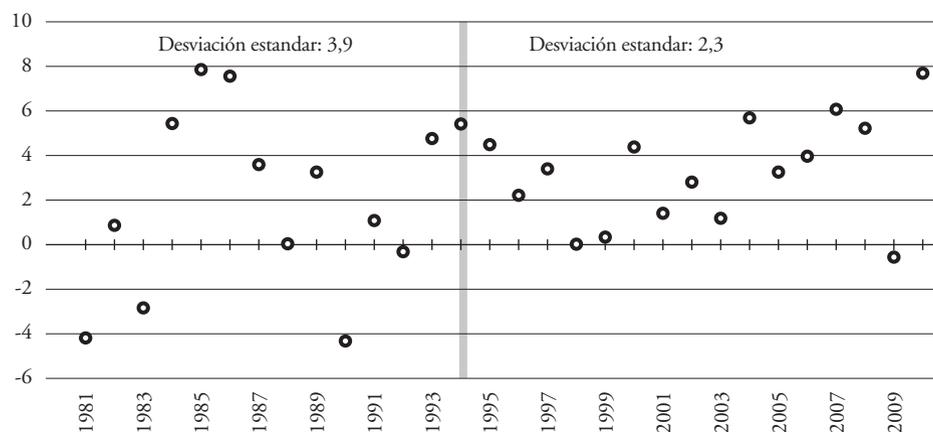
La conquista de la estabilidad y la aceleración del crecimiento ha permitido, adicionalmente, que Brasil pudiera implementar políticas anticíclicas (relajamiento de la política monetaria y aumentos de los gastos públicos) por primera vez en muchos años durante la crisis de Lehman-Brothers en 2008-2009.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB e inflación (%)



Fuente: BCB; BBVA Research

Gráfico 2. Tasas del crecimiento del PIB



Fuente: BCB; BBVA Research

## El legado de Fernando Henrique Cardoso

La implementación del Plano Real en 1994 y su inmediato impacto en la inflación posibilitó la elección del entonces ministro de Economía, Fernando Henrique Cardoso, a la Presidencia del país a finales de aquel año, en sustitución de Itamar Franco. Desde entonces la economía empezó a sentir los efectos positivos de la estabilidad de precios, así como a crear un consenso sobre la importancia de mantener la inflación bajo control.

El Plano Real de combate a la inflación atacó el problema de la inercia inflacionaria a través de la introducción de una nueva unidad monetaria de referencia, la inicialmente denominada URV, que luego fue renombrada como “real” y transformada en la moneda oficial del país. Además de la creación del real, se implementaron políticas económicas relativamente restrictivas y un tipo de cambio controlado (conocido como *crawling-peg*) y bastante apreciado en relación con el dólar. Este conjunto de acciones logró reducir significativamente y de manera permanente la inflación en Brasil. Más concretamente, la inflación cayó desde el 2.477% en 1993 hasta el 22% en 1995 y el 7,4% en el período 1995-2002 (Bacha, 1997; Giambiagi *et al.*, 2005).

A pesar de sus claros beneficios, la estabilidad de precios no generó una estabilidad económica más general, en parte debido a la inestabilidad de la economía internacional (crisis en México en 1995, crisis rusa en 1998, crisis argentina entre 1999 y 2002), y en parte también a problemas domésticos. Entre los problemas domésticos destacaban las turbulencias del sistema bancario y el deterioro de las cuentas externas. Con respecto a lo primero, el fin de la hiperinflación redujo los ingresos de los bancos, puso en evidencia su falta de eficiencia y acabó por determinar una significativa reestructuración del sistema: hubo un proceso de consolidación, con mayor participación de la banca privada internacional y un menor protagonismo del los bancos públicos. Todo este proceso estuvo estimulado por el Gobierno a través del Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, conocido como PROER.

Con respecto a las cuentas externas, su deterioro fue determinado por la fijación del cambio en niveles muy apreciados (0,84 reales por dólar en 1995, 0,97 en 1996, 1,04 en 1997 y 1,20 en 1998). Si, por un lado, esta política contribuía a controlar la inflación, por el otro reducía la competitividad del país e impactaba negativamente en la cuenta corriente y la deuda externa. Más concretamente, el déficit en cuenta corriente alcanzó prácticamente el 4,0% del PIB en 1998 y la deuda externa neta, el 22% del PIB en el mismo año. El problema de las cuentas externas empezó a ser resuelto en 1999, cuando el país anunció la libre fluctuación del cambio y la implementación del sistema de metas de inflación. Este movimiento significó una mudanza fundamental en la política económica: el país reemplazó el anclaje cambiario de la inflación por un ancla monetaria en la cual se adoptaban metas de inflación y se usaba el tipo de interés SELIC como herramienta para alcanzarlas. La transición de un régimen a otro generó menos costes de lo que muchos

imaginaban, ya que el impacto de la depreciación del cambio sobre la inflación fue más bajo de lo que se temía. La política fiscal, por otro lado, seguía siendo marcada por la generación de superávits primarios<sup>2</sup>. Esto contribuía a mantener la demanda doméstica bajo control y, además, ayudaba a minorar los riesgos de insolvencia del sector público.

En aquel momento se habían implementado, por lo tanto, los tres pilares macroeconómicos que siguen hasta hoy rigiendo la política económica brasileña: 1) la estabilidad de precios enmarcada en un entorno de metas de inflación; 2) la solvencia del sector público, y 3) la flexibilidad cambiaria. A pesar de representar un avance en términos institucionales, el nuevo marco de políticas económicas era incipiente y no pudo asegurar un crecimiento más fuerte de la economía: en el período 1999-2002 (años del segundo mandato del presidente Fernando Henrique Cardoso) el crecimiento del PIB promedió apenas un 2,1%. Además, el crecimiento del país en ese período sufrió el impacto de un entorno externo revuelto (en gran parte debido a la crisis en Argentina) y la incertidumbre relacionada con la posible elección de Lula da Silva como presidente del país (el riesgo-país medido por el EMBI [Emerging Markets Bond Index] saltó desde los 732 puntos en marzo de 2002 hasta los 2.062 puntos de promedio en octubre del mismo año). Así, a pesar de los avances, el país presentaba una estabilidad económica incompleta y echaba en falta un entorno político-institucional más estable que pudiera favorecer el crecimiento económico.

## **Estabilidad y crecimiento en el Gobierno de Lula da Silva**

La incertidumbre generada por la elección a la Presidencia de un exlíder sindical, con un pasado marcado por críticas fuertes al modelo económico implementado durante el Gobierno de Fernando Henrique Cardoso, fue, poco a poco, disminuyendo y dando lugar a la tranquilidad en los mercados financieros (el riesgo-país bajó desde los 2.062 puntos de octubre hasta 1.039 puntos en el primer mes del nuevo Gobierno de Lula en enero de 2003 y hasta 490 puntos al final del primer año del nuevo Gobierno). Este movimiento fue determinado por el evidente pragmatismo del presidente Lula da Silva y, principalmente, por el mantenimiento de los pilares de la política económica implementados en el Gobierno anterior.

Se mantuvo la estabilidad de precios heredada del Gobierno anterior. El Banco Central, independiente de presiones políticas, ajustó los tipos de interés de referencia de la economía al alza después del inicio del Gobierno de Lula da Silva para controlar las presiones

2. El resultado primario excluye el pago de intereses del cómputo del resultado fiscal.

inflacionarias. El ajuste monetario mostró que no habría tolerancia con la inflación y que las reglas del juego no se cambiarían. En respuesta, la inflación se moderó: tras alcanzar el 9,3% a finales de 2003, la inflación se redujo y promedió 5,5% en 2004-2006 y 5,1% en 2007-2010. La caída de la inflación –así como la credibilidad de la política económica del nuevo Gobierno– fue apoyada por un control fiscal y por el renovado compromiso con la solvencia del sector público. Más precisamente, el nuevo Gobierno mantuvo la política de generación de fuertes superávits primarios (3,5% del PIB en los cuatro primeros años y 2,9% en los cuatro años del segundo mandato de Lula da Silva como presidente). El tercer pilar de la política macroeconómica, la flexibilidad cambiaria, también se mantuvo.

La continuidad macroeconómica evidenció el desacoplamiento del ciclo político del ciclo económico con un significativo impacto positivo sobre la estabilidad del país y, por lo tanto, sobre su crecimiento económico. La estabilidad doméstica y un entorno global muy positivo, marcado principalmente por unos precios de las materias primas que apoyaban la actividad económica, permitieron una aceleración del crecimiento económico desde el 1,9% en el período 1981-1994 y el 2,3% entre 1995 y 2002 hasta el 4,0% durante los ocho años del Gobierno liderado por Lula da Silva. La aceleración del crecimiento y la generación de superávits primarios generaron una reducción de la deuda pública neta desde el 61% del PIB en 2002 hasta el 40% en 2010.

La evolución de las cuentas externas fue también muy positiva en aquellos años. Más concretamente, la deuda externa neta cayó desde el 33% en 2002 hasta el -2% en 2010. Es decir, durante el Gobierno de Lula da Silva el país pasó de ser deudor a acreedor externo en términos netos. Ello se debió a una menor necesidad de financiación externa del sector público y, principalmente, a la acumulación de reservas internacionales. El aumento de las reservas internacionales del Banco Central de Brasil está ligado a las compras de divisas efectuadas por la autoridad monetaria a lo largo de los últimos años. La mayor estabilidad doméstica, la relativa estabilidad de la economía global y unos precios de las materias primas en niveles históricamente altos multiplicaron los flujos de capital externos hacia Brasil. Para evitar una apreciación del real brasileño aún más marcada de la observada, el Banco Central implementó una política de compra de dólares que le permitió aumentar sus reservas hasta el 14% en 2010. Además de evitar la sobreapreciación del real, esta política de acumulación de reservas respondió también al objetivo de crear un colchón de liquidez en moneda extranjera que pudiera ser utilizado en períodos de falta de liquidez de dólares.

La estabilidad económica, política e institucional estimuló el desarrollo del mercado de capitales brasileño y la fuerte expansión del crédito. El mercado de bonos privados doméstico se ha multiplicado por 12 desde 2002 y ha alcanzado aproximadamente 508.000 millones de dólares en 2010 (24% del PIB). El mercado de bonos privados doméstico representa actualmente un 1,8% del total mundial y un 73,6% del total de América Latina en comparación con el 0,2% y el 61,9%, respectivamente, en 2002. En el año de 2010, las emisiones netas de deuda privada en Brasil sumaron 58.700 millones de

dólares, la cuarta más grande en todo el mundo. El crecimiento del mercado de capitales no se ha restringido al mercado de renta fija. La expansión del mercado accionario ha sido igualmente significativa en los últimos años. Concretamente, la capitalización en dólares de la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) ha aumentado aproximadamente 12 veces desde el 2002. Su magnitud en términos de PIB ha pasado del 25% en 2002 al 69% en 2010. En términos absolutos, la BOVESPA ocupó en 2010 la décima posición entre las mayores bolsas del mundo y la número uno en América Latina. En 2002 la bolsa brasileña ocupaba la posición número 22 en el *ranking* global.

Con respecto a la expansión del crédito, los préstamos totales al sector privado crecieron a una velocidad de aproximadamente del 20% al año en los ocho años del Gobierno de Lula. En proporción del PIB, el *stock* de crédito saltó del 21% en 2002 al 46%. Esta robusta expansión fue determinada, además de la estabilidad económica e institucional, por un nivel de partida muy bajo, el sólido crecimiento de la demanda doméstica, la lenta pero significativa reducción de los tipos de interés y, finalmente, la implementación de una serie de medidas específicas para el sector (como, por ejemplo, las que estimularon los préstamos con descuento en nómina, la nueva ley de quiebras y la legislación relacionada con los corresponsales no bancarios).

La conquista de la estabilidad permitió al país no solo crecer en períodos de calma externa, sino también reaccionar con firmeza a las tormentas globales. En 2008-2009, durante la crisis de Lehman Brothers, el país pudo, por primera vez en mucho tiempo, implementar políticas anticíclicas durante una crisis. El ajuste fiscal llevado a cabo en los años anteriores permitió al Gobierno acelerar los gastos para compensar la menor demanda externa y la caída de la confianza de los agentes domésticos. El tipo de interés SELIC pudo ser recortado, ya que no hubo necesidad de usar la política monetaria para atraer los capitales internacionales al país y para “controlar” el cambio como en las crisis anteriores. Durante la última crisis, la flexibilidad del cambio fue parte de la solución y no de los problemas. Finalmente, se destaca que mientras en el pasado reciente la evolución del crédito había ayudado a profundizar las crisis, en la última la expansión del crédito ha continuado, a pesar de las turbulencias en los mercados internacionales, y ha sido uno de los principales soportes a la actividad económica.

## **Oportunidades de avance bajo Dilma Rousseff**

La elección de Dilma Rousseff como sucesora de Lula da Silva y su posterior toma de poder fueron episodios que apenas causaron volatilidad en los mercados financieros, lo que contrasta fuertemente con los episodios ligados a la elección de Lula da Silva. Para ello contribuyó la percepción generalizada de disociación entre el ciclo político y el ciclo económico o, en otras palabras, la percepción de que no había espacio para que los

pilares macroeconómicos adoptados inicialmente en el Gobierno de Fernando Henrique Cardoso y perfeccionados durante el Gobierno de Lula da Silva (estabilidad de precios en el marco de un sistema de metas de inflación, solvencia del sector público y flexibilidad cambiaria) fuesen alterados.

Pasados ya algunos meses del Gobierno de Dilma Rousseff se puede confirmar, de hecho, que se han seguido las mismas políticas económicas implantadas desde finales de la Administración de Fernando Henrique Cardoso. Existen, sin embargo, algunos matices de la nueva política económica dignos de mención. Entre ellos se destaca la mayor urgencia con respecto a la reducción permanente del tipo de interés real, que en estos momentos sigue entre los más altos del mundo. En este sentido, existe una preocupación de que esto pueda ser alcanzado en detrimento de la inflación. En otras palabras, se percibe que el Banco Central puede ser más tolerante con la inflación a cambio de un nivel de intereses más bajo. Esta discusión nos hace recordar la necesidad de conceder la autonomía legal al Banco Central para que sus decisiones estén aisladas de las presiones políticas. Se trata de una asignatura pendiente del modelo económico brasileño y, por lo tanto, de una oportunidad de avance bajo el Gobierno de Dilma Rousseff. Al menos hasta este momento, sin embargo, el tema parece estar fuera de la agenda gubernamental.

El debate sobre la reducción de los tipos de interés en Brasil y sobre los motivos que explican esta distorsión no es reciente y, mucho menos, conclusivo (Bacha, 2011; De Barros, 2011). Sin embargo, es muy poco probable que se puedan recortar los tipos de interés sin el apoyo de la política fiscal. En otras palabras, la implementación de una política fiscal menos expansionista que aumente el ahorro público es una condición necesaria para la normalización definitiva de las condiciones monetarias en Brasil. Un mayor control fiscal reduciría las presiones sobre la demanda doméstica y, consecuentemente, sobre la inflación. Por consiguiente, el Banco Central podría reducir los tipos de interés (BBVA Research, 2010). La adopción de una regla fiscal para reducir la incertidumbre en relación con la futura política fiscal, que se rumoreó durante la campaña de Dilma Rousseff, parece haber sido descartada por ahora. Se trata, sin duda, de un retroceso, ya que definir un objetivo permanente (por ejemplo, la generación de un superávit primario equivalente a, por lo menos, el 3% del PIB, o bien la reducción de la deuda pública neta del 39,9% del PIB al 30% hacia el final de la legislatura de Dilma Rousseff, en 2014) resultaría muy útil para aliviar la presión sobre los tipos de interés.

En el actual Gobierno hay una mejor comunicación entre el Ministerio de Economía y el Banco Central (BC) que en el Gobierno anterior, lo que ha supuesto una mejor coordinación de las políticas fiscal y monetaria. El anuncio de recorte de gastos hecho al inicio de este año y el reciente aumento de la meta de superávit primario para 2011 han ido acompañados por un reconocimiento oficial del Ministerio de Economía de que estas medidas facilitarían el trabajo del BC. La autoridad monetaria ha estado, por

otro lado, condicionando su estrategia de fijación de los tipos de interés al desempeño de la política fiscal. Hay, por lo tanto, un aparente reconocimiento (que no existía en el Gobierno de Lula da Silva) de que la implementación de una política monetaria menos ajustada depende de una política fiscal más estricta. A pesar de estas señales positivas, hay mucha incertidumbre con respecto al desempeño futuro de la política fiscal. Existe una preocupación en relación con la nueva ley de ajuste del salario mínimo que determinará, por ejemplo, para el próximo año un aumento de cerca del 14%. Hay, adicionalmente, inquietud por la posibilidad de excesos de gastos en las infraestructuras necesarias para la Copa de Fútbol del Mundo de 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016.

Una política fiscal menos expansionista tendría una serie de impactos positivos en la economía además de allanar el camino para la reducción de los tipos de interés. En primer lugar, podría abrir espacio para el aumento del ahorro doméstico que sigue en niveles muy bajos en Brasil, lo que además reforzaría la estabilidad económica del país (De Gregorio, 2002). Un mayor control fiscal aumentaría la capacidad de implementación de una política fiscal anticíclica. En este sentido, por un lado, sería importante avanzar en la implementación de un fondo soberano (o de algún otro mecanismo similar) que estimulara el ahorro en épocas de crecimiento elevado y precios de materias primas altos y, por el otro, posibilitara un aumento de los gastos en períodos de menor crecimiento y precios de materias primas más bajos. La creación de un mecanismo como este sería especialmente importante en la gestión de los futuros recursos petroleros.

El aumento del ahorro público podría asimismo abrir paso a un recorte de impuestos (que representan cerca del 35% del PIB) y un aumento de la competitividad del sector privado, que está actualmente amenazado por la expansión manufacturera china. El aumento de la competitividad de las empresas brasileñas estaría, además, estimulado por un cambio teóricamente menos apreciado, ya que un mayor control de los gastos públicos asociado con una reducción de los tipos de interés ayudaría a reducir las presiones sobre el real brasileño. Un tema importante con respecto al ahorro público es el sistema de seguridad social, que presenta, actualmente, un déficit de cerca del 1,2% del PIB, mucho mayor que el déficit observado a finales de la década de los noventa (un 0,3% en 1997). Esto se debe a que en este período los gastos han crecido mucho más que los ingresos a causa de la vinculación de las prestaciones de la seguridad social con el salario mínimo y, también, a la generosidad del sistema. Una reforma de la seguridad social que cambiara o, al menos, moderara esta tendencia sería, por lo tanto, muy positiva.

Finalmente, hay que destacar que, si por un lado, una política fiscal más austera daría lugar a una reducción de los tipos de interés, por el otro, unos tipos de interés más bajos crearían más espacio fiscal ya que el sector público brasileño gasta actualmente más de 5% del PIB con el pago de intereses. Existe, en otras palabras, un potencial círculo virtuoso en la relación entre política fiscal más austera y política monetaria menos restrictiva.

## CONCLUSIONES

Tras los avances observados en los gobiernos de Fernando Henrique Cardoso y de Lula da Silva, el Gobierno de Dilma Rousseff tiene la oportunidad de aumentar el ahorro público y, en consecuencia, el ahorro doméstico a través de la implementación de una política fiscal no expansionista. Esto facilitaría la reducción estructural de los tipos de interés y, además, crearía espacio para la ejecución de una política fiscal contracíclica, lo que es de especial importancia en un país que está sujeto a los ciclos de precios de las materias primas.

A pesar de haber focalizado esta particular posibilidad de avance –por entender que se trata de algo que puede tener un impacto positivo bastante significativo, así como por creer que el país ha alcanzado una madurez económica y política suficiente para implementar tal ajuste–, existen otras medidas que profundizarían la solidez del modelo económico brasileño y que no se deben olvidar: mantener el sistema de cambio flexible y resistir, por lo tanto, a la tentación de depreciarlo artificialmente para aumentar la competitividad de las exportaciones; conceder la independencia legal al Banco Central para que este pueda estar libre de presiones políticas y se pueda reducir el riesgo de una mayor tolerancia con respecto a la inflación; e implementar una agenda de reformas microeconómicas para aumentar la competitividad de la economía brasileña.

### Referencias bibliográficas

ATKESON, Andrew y PHELAN, Christopher. "Reconsidering the Costs of Business Cycles with Incomplete Markets". NBER Chapters. *NBER Macroeconomics Annual*, 1994.

BACHA, Edmar. *O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL, 1997.

– "Além da Triáde: Como Reduzir os Juros?" En: BACHA, E. y DE BOLLE, M. (eds.) *Novos dilemas da política econômica - ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. LTC, 2011.

BARRO, Robert. "Economic Growth in a Cross Section of Countries". *NBER Working Paper*, n.º 3120 (1991).

– "Inflation and Economic Growth". *NBER Working Paper*, n.º 5326 (1995).

– "Determinants of Economic Growth: a cross-country empirical study". *NBER Working Paper*, n.º 5698 (1996).

BBVA RESEARCH. "Brazil Economic Outlook". *BBVA Research* (noviembre de 2010). Disponible en: [http://www.bbva.com/bbva-research.com/KETD/fbin/mult/SituacionBrasil\\_nov10\\_i\\_tcm348-237204.pdf?ts=29102011](http://www.bbva.com/bbva-research.com/KETD/fbin/mult/SituacionBrasil_nov10_i_tcm348-237204.pdf?ts=29102011)

BRUNO, Michael y EASTERLY, William. "Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship". *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review* (May/June 1996).

FISCHER, Stanley. "The role of macroeconomic factors in growth". *NBER Working Paper*, n.º 4565 (1993).

DE GREGORIO, José. "Macroeconomic Management in Emerging Economies and the International Financial Architecture". *Working Papers Central Bank of Chile*, n.º 163, Central Bank of Chile, (2002).

DE BARROS, Octavio. "Equilíbrio macro: em busca da perplexidade perdida". *Valor Económico* (29/06/2011). Sao Paulo. Disponible en:

<http://www.valor.com.br/arquivo/895741/equilibrio-macro-em-busca-da-perplexidade-perdida>

GALÍ, JORDI; GERTLER, Mark y LÓPEZ-Salido, J. David. "Markups, Gaps, and the Welfare Costs of Business Fluctuations". *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 89, n.º 1 (November 2007), p. 44-59.

GIAMBIAGI, Fabio *et al.* *Economia Brasileira Contemporanea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.