

## EL BRASIL DE LULA: ¿ES POSIBLE LA UTOPIA REFORMISTA EN LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA?

ALAIN SAND ZANTMAN  
GATE – ENS – LSH – Université de Lyon 2

Recibido: 21 de septiembre de 2004

Aceptado: 28 de febrero de 2005

---

**Resumen:** En este texto se realiza un balance de los dos primeros años de la política económica del equipo de Lula. La primera parte recuerda la herencia del anterior Gobierno de Fernando Henrique Cardoso. A pesar de importantes éxitos en la lucha contra la inflación y en la reforma del sector público, aún perduran profundos desequilibrios internos y externos con unas elevadas tasas de interés, una fuerte volatilidad de las tasas de crecimiento y una notable desigualdad en el reparto de la riqueza. Las tensiones aumentan peligrosamente durante la campaña electoral a medida que el candidato socialista Lula da Silva sube en los sondeos: los "spreads" sobre los préstamos internacionales alcanzan niveles históricos mientras que las tasas de cambio se hunden.

Como se muestra a continuación, el primer objetivo del Gobierno de Lula fue reasegurar los mercados financieros y administrar un "efecto de credibilidad": su equipo va a realizar reformas en el sector público –en el ámbito del sistema de pensiones y de la fiscalidad– persiguiendo, por otro lado, una política de tasas de interés orientada a luchar contra la inflación. Más allá de estas primeras medidas de urgencia, Lula continúa claramente la política seguida por Cardoso para bien (sistema de seguridad social, sanidad, educación, reforma del sector público) y para mal (una política más atractiva para los especuladores financieros que para los inversores a largo plazo). Para reducir el paro y la pobreza, Brasil necesita tasas de crecimiento más elevadas y más estables que las tasas corrientes que se sitúan entre el 3 y el 4%. Después de la estabilización, la principal apuesta de la Administración Lula consistirá en movilizar los inversores domésticos y extranjeros en el ámbito de las infraestructuras y de las industrias más dinámicas, fortaleciendo las políticas sociales.

**Palabras clave:** Brasil / Estabilización / Ajuste / Credibilidad / Crisis de la balanza de pagos / Desarrollo / Industrialización / Distribución de las rentas / Inflación.

### LULA'S BRAZIL:

#### IS THE REFORMIST UTOPIA SOLUBLE IN FINANCIAL GLOBALIZATION?

**Abstract:** The author purposes an economic balance of the two first years of Lula's team policy. The first part focuses on the inheritance of the previous government led by Fernando Henrique Cardoso. In spite of important successes in fighting inflation and reforming the public sector, huge internal and external disequilibria remained, with high real interest rates, a high volatility of the GDP growth rate and an incredible unequal distribution of wealth. Strains increased dramatically during the electoral campaign, as the socialist candidate Lula da Silva rose in the polls: spreads on external loan went up at historical level while exchange rate plummeted.

As discussed in the following parts, the first goal of Lula's government has been to reassure financial markets, and to administer a "credibility shock": his team delivered reforms in the public sector pensions system and tax cod, continuing interest rate policy focused on inflation targeting. Beyond these first emergency measures, Lula is obviously pursuing Cardoso's policies, for the best (welfare, education, and health, administration reforms) and the worst (a policy pleasing more financial short term speculators than long term investors). To reduce unemployment and poverty, Brazil needs higher and steadier GDP growth rates that the current levels of 3 or 4%. After stabilization, the main challenge of Lula's administration will be to mobilize domestic and foreign investments in infrastructure and leading industrial sector while strengthening social policies.

**Keywords:** Brazil / Stabilization / Adjustment / Credibility / BOP crisis / Development / Industrialization / Income distribution / Inflation.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

Elegido en octubre del año 2002, a pesar de las inquietudes que había suscitado en los círculos de negocios brasileños y extranjeros, el presidente “socialista” Lula da Silva no ha dejado de intentar convencerlos de su capacidad para perseguir e incluso profundizar en el proceso de “modernización” iniciado en el año 1995 por su predecesor Fernando Henrique Cardoso. Como apuntaba recientemente el semanal liberal británico *The Economist* (6 de mayo de 2004), no sólo el partido de los trabajadores lleva a cabo una política favorable a los asuntos centrales, sino que las medidas tomadas cautivan ante todo a los mercados financieros y a los especuladores. El sector productivo debe afrontar el aumento de la competencia extranjera, de las tasas de interés estratosféricas y de las tasas de descuento netamente superiores a aquellas de los principales competidores “emergentes” (sin contribuir, sin embargo, a una mejora de las infraestructuras económicas y sociales). En consecuencia, se producen tasas de inversión escesivamente débiles durante un largo período (del orden del 18% del PIB aún en el año 2003) y una constante disminución de las inversiones directas desde el año 2000. En sus últimas intervenciones públicas el presidente brasileño no deja de recordar la herencia legada por sus predecesores y las obligaciones que imponen la mundialización y los mercados financieros internacionales. La importancia de los déficits sociales y sobre todo las necesidades colectivas destinadas no sólo a las familias sino también a las empresas implican, sin embargo, medidas “estructurales” de naturaleza diferente a aquellas dictadas por lo que se ha dado en llamar el “consenso de Washington”.

Antes de hacer un balance del Gobierno de Lula a medio camino del mandato presidencial, nos proponemos recordar los principales elementos de la herencia dejada por el ex-presidente F.H. Cardoso y, a partir de esta herencia, deducir los márgenes de maniobra de Lula da Silva tras su elección.

**Tabla 1.- Principales indicadores macroeconómicos de Brasil**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Crecimiento del PIB (%)	-4,5	1	-0,05	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,79	4,4	1,3	1,93	-0,2
Crecimiento del PIB en US\$ por habitante (%)	-5,5	-0,6	-2,1	3,4	4,3	2,8	1,2	2,2	-1,4	-0,6	3	0	0,6	-1,5
Inflación anual (IPC en %)	2863	430	981	1936	2112	66	15,5	6	3,8	4,85	6,2	7,5	14,7	10,4
FBCF (1)	20,66	18,11	18,42	19,28	20,75	20,54	19,26	19,86	19,69	18,90	19,29	19,47	18,32	18,04
Ahorro doméstico (1)	18,7	19,86	20,1	20,1	21,2	19,5	17,77	17,35	16,8	15,4	17,33	16,75	18,51	20,74
Ahorro extranjero (1)	1,07	1,2	-0,9	0,76	0,9	2,8	3,15	4,14	4,3	4,7	4,22	4,5	1,24	-6,7
Saldo presupuestario primario (1)	4,7	2,86	2,25	2,60	5,04	0,36	-0,9	-0,9	0	3,28	3,5	3,7	4,01	4,37
Saldo presupuestario operativo (1) (2)	1,3	1,36	-2,14	0,25	1,72	-4,89	-3,37	-4,26	-7,4	-3,9	-1,1	-1,4	0,4	0,91
Tasas de interés real (%)	3,3	34,7	31,9	23	26	24,8	16,5	17,8	24,1	19,8	10,8	8,9	5,9	12,9
Tasas de cambio medio (reales/US\$)	$2,5 \cdot 10^{-3}$	$1,5 \cdot 10^{-4}$	$1,6 \cdot 10^{-3}$	$3,2 \cdot 10^{-2}$	$6,4 \cdot 10^{-1}$	$9,2 \cdot 10^{-1}$	1,01	1,08	1,16	1,81	1,96	2,32	3,5	2,9
Saldo de la balanza corriente (1)	-0,8	-0,4	1,5	0,1	-0,1	-2,6	-3,1	-4,7	-4,5	-4,7	-4,1	-4,6	-1,24	0,8
Deuda exterior bruta (1)	26,5	30,4	34,8	33,1	27,1	22,6	23,2	24,9	30	45,5	40,5	44,9	41,8	38,5
Deuda neta interna del sector público (1)		14,1	17,4	17,5	21,6	29,3	32	33,2	37,8	49,1	49,3	51,6	56,9	57,4

(1) En % del PIB; (2) Se llama saldo operativo al saldo presupuestario total real, es decir, a la suma del saldo primario y de los intereses de la deuda, corregido el total por la inflación.

FUENTES: FMI, Banco Central do Brasil, CEPAL, FGV y elaboración propia.

## **2. LA HERENCIA DEJADA POR F.H. CARDOSO: LA MODERNIZACIÓN LIBERAL ENFRENTADA A LA INESTABILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

El primer mandato del presidente Cardoso debía de permitirle obtener ventaja del éxito del Plan real y de la profundización de las reformas. Sometido a la fuerza de los mercados financieros, este mandato concluirá a finales del año 1997 y principios del año 1998, con una de las mayores crisis de cambio que ha conocido la economía brasileña. A pesar de ello, la capacidad de recuperación de ésta permitirá a F.H. Cardoso terminar su segundo mandato en mejores condiciones. Sin embargo, la evolución del contexto internacional y la incertidumbre electoral dejaron al equipo nombrado por el presidente Lula da Silva en una situación macroeconómica muy vulnerable.

### **2.1. LAS PRIORIDADES DE LOS AÑOS NOVENTA: RESTABLECER LOS MÁRGENES DE MANIOBRA MACROECONÓMICOS Y ESTABILIZAR UN CRECIMIENTO MUY VOLÁTIL**

Desde los años setenta la economía brasileña se ha caracterizado por una elevada inflación cuya aceleración –en gran parte debida a la crisis de la deuda externa y de las finanzas públicas– va a minar progresivamente el conjunto de las actividades económicas y a limitar los márgenes de maniobra del Gobierno. Durante la década de los años ochenta, en un entorno regional e internacional minado por la “crisis de la deuda”, los programas de estabilización se suceden sin efectos tangibles sobre los precios y con un coste elevado en términos de renta nacional (Zantman, 1991).

La recuperación económica de la que se benefician muchas economías latinoamericanas durante los años noventa, aprovechando el retorno de las financiaciones externas, afectará a una economía brasileña que intenta superar enormes desequilibrios. Con una tasa de crecimiento anual del 4,9%, con un saldo presupuestario primario (sin cargas financieras) excedentario de cerca del 2,2% del PIB, es decir, con un déficit público real (llamado “operacional”) del -0,8% del PIB y con un saldo de la balanza corriente equilibrado, la economía brasileña se beneficia en el año 1993 de una nítida recuperación. Sin embargo, la aceleración de una inflación en torno al 2500%, del 500% en el año 1991 y de más del 1100% en el año 1992, no deja de inquietar (Zantman, 1993). En este contexto, el Gobierno va a idear un nuevo programa de estabilización anti-inflacionista intentando conciliar los preceptos “ortodoxos” defendidos por las instituciones de Washington y por los mercados financieros internacionales con unas medidas que permitan la consolidación del crecimiento. El programa adoptado en el marco de una larga concertación con la “sociedad civil” va a ser coronado con éxito, sin provocar, como sucedió con las tenta-

tivas pasadas, los traumatismos característicos de las intervenciones de choque “heterodoxas” (congelación de los precios, de los salarios y de las tasas de cambio) u “ortodoxas” (políticas presupuestarias y monetarias fuertemente restrictivas) (Benaroya, 1996).

Desde los primeros meses de implantación del plan, la inflación cae bruscamente: de un ritmo anual del 4922% en los doce meses que preceden a la reforma monetaria (estableciendo el real el 1 de julio de 1994) se pasa a un 28% en los doce meses siguientes, y todo eso sin un bloqueo autoritario de las variables nominales. La nueva moneda –el real–, y aún más la política económica propuesta, se benefician rápidamente de una fuerte credibilidad como demuestra su valorización en el año 1994 (todo dentro del marco de un régimen de sujeción cambiario con un tope de 1 real por 1 dólar, tras la definición a partir del año 1995 de una estrecha banda de fluctuación que permite ligeras variaciones).

¿Cuáles son los objetivos del programa adoptado?

- 1) Reducir –si no eliminar– el déficit público y, por consiguiente, el recurso a la emisión de deuda como último medio de financiación del Estado. La reducción del peso relativo de una deuda pública en gran parte interna constituía una de las condiciones de este reequilibrio de las cuentas públicas y, puesto que el déficit global tenía como origen la carga financiera de este endeudamiento, el éxito del plan implicaba una reducción de las tasas de interés domésticas.
- 2) Quebrar el mecanismo de realimentación inflacionista provocado por la indexación generalizada de la economía.
- 3) Importar la desinflación, fijando de manera más o menos rígida la tasa de cambio nominal.
- 4) Mejorar la asignación de los recursos y, por lo tanto, los beneficios de la productividad.
- 5) Mejorar el funcionamiento de los mercados y aumentar la competencia interna.
- 6) Estimular el ahorro interno, pero también el ahorro externo y, en este sentido, atraer, en primer lugar, las inversiones directas como vectores de la innovación y como forma de participación en la globalización.
- 7) Promover la apertura comercial para ampliar la competencia y reducir la ratio de los intereses de la deuda externa sobre los ingresos de las exportaciones.

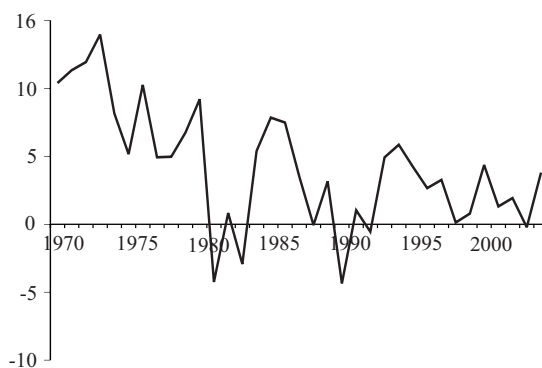
La realización de los objetivos estructurales que pretenden mejorar el funcionamiento de los mercados y la asignación de los recursos condicionaban la consolidación del programa de estabilización macroeconómico en el corto plazo. Convenía, sin embargo, hacer frente a las tensiones internas y externas en el corto plazo que suelen aparecer en las primeras etapas de este tipo de programas.

## 2.2. LOS PELIGROS DE UNA POLÍTICA DE FIJACIÓN NOMINAL SOBRE LAS TASAS DE CAMBIO

Al contrario que los programas de estabilización anti-inflacionistas tradicionales –basados en una fijación nominal puramente monetaria y que implican de entrada una reducción drástica de la absorción–, los programas de estabilización que se basan en una fijación cambiaria conocen un período de euforia inicial peligroso para los grandes equilibrios y, por lo tanto, para el posterior desarrollo del programa (Végh, 1992; Calvo y Végh, 1994c; Easterly, 1996; Calvo y Végh, 1999; Chang, 1999):

- 1) La mejora del poder de compra, consecuencia de la reducción de la inflación, estimula la demanda privada de consumo (el crecimiento económico, derivado de la demanda interna, alcanza un 5,9% y un 4,2%, respectivamente, en los años 1994 y 1995 –gráfico 1–).

**Gráfico 1.-** Crecimiento del PIB en volumen (2004: previsiones del Banco Central)

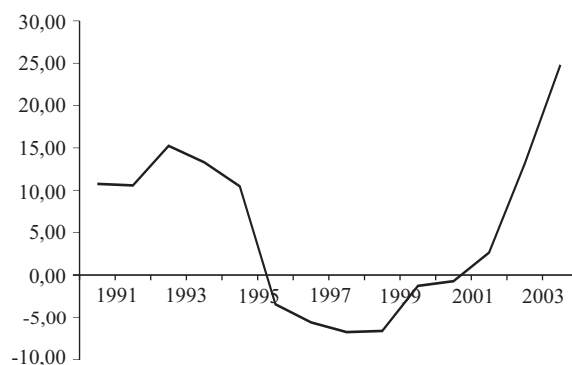


FUENTE: IPEA.

- 2) La instauración de un régimen de cambio fijo (con o sin *currency board*), o incluso simplemente la limitación del ajuste de tasas de cambio en el marco de un cambio variable (*crawling peg*) o de una administración controlada provocan una valorización real cuando se mantiene una inflación residual superior a la inflación internacional. En un primer momento esta apreciación real combinada con la apertura comercial favorece las importaciones, sobre todo después de un largo período de crisis y de proteccionismo (no sólo las familias tienen una necesidad extrema de consumo, sino que esta demanda se orienta hacia bienes extranjeros innovadores). En un segundo momento, desgasta la competitividad. Llega, entonces, un momento en el que se pone en duda la sostenibilidad de esta política ¡alimentando las expectativas de devaluación y ocasionando una pre-

sión especulativa sobre la demanda de productos importados antes de su futuro encarecimiento! Se explican así los deterioros del saldo comercial (gráfico 2) y del saldo corriente, que pasan de un casi equilibrio en los años 1993 y 1994 a un déficit del 4,7% del PIB en el año 1997 (cuadro 1).

**Gráfico 2.-** Saldo comercial en miles de millones de dólares



FUENTE: IPEA.

- 3) Las tasas de interés reales deben reducirse progresivamente a medida que se fortalece la credibilidad de la política pública. Sin embargo, varias razones explican su subida en el corto plazo: en primer lugar, la brusca desinflación, frente al cambio de las expectativas que sólo provoca –según la literatura sobre la teoría de las expectativas racionales– la readaptación a la baja de las tasas nominales. Pero es preciso añadir, igualmente, la prudencia de un gobierno que se empeña en reforzar el programa no abusando de una política monetaria restrictiva. El nivel de las tasas de interés está igualmente condicionado por el comportamiento de la balanza de pagos: el mantenimiento de tasas elevadas permite atraer los capitales extranjeros necesarios para la financiación del déficit corriente puesto que las inversiones directas, o las inversiones de cartera, son inciertas o insuficientes. Y puesto que estos capitales entran masivamente, la acumulación de reservas impone una política de esterilización costosa en términos de intereses para incitar la compra de títulos de la banca central emitidos para esta ocasión. Además, el nivel de las tasas de interés provoca a su vez un crecimiento de las cargas de la deuda pública en un momento en el que el Estado se niega a recurrir a la emisión de deuda y en el que no dispone más que de los ingresos de la tasa inflacionista.
- 4) Por último, el hiperdesarrollado sistema financiero (en gran parte público) de Brasil se ha beneficiado notablemente de la inflación: la caída de la inflación ha debilitado bruscamente a los bancos haciendo desaparecer sus oportunidades de

beneficio en el momento en el que la subida de las tasas de interés real, a su vez, encarecía considerablemente su posibilidad de refinanciación.

Los dos primeros factores explican la caída de las tasas de ahorro y el crecimiento del déficit corriente. En el contexto de los años noventa, marcados por un retorno de los flujos de capitales destinados a América latina (debido al Plan Brady), este déficit transitorio podría parecer indoloro (tabla 2). Del mismo modo que este retorno sobre el mercado de capitales rompía en gran parte con la lógica del endeudamiento bancario de los años setenta y ochenta en beneficio de la deuda obligatoria y de las adquisiciones de acciones –ya se trate de inversiones de cartera o incluso de inversiones directas–. Las privatizaciones, justificadas para racionalizar las finanzas públicas y para eliminar las fuentes potenciales de déficit presupuestario, constituían igualmente un incentivo y un soporte para los capitales internacionales.

**Tabla 2.-** Evolución estructural de los flujos de capitales con destino a Brasil (en miles de millones de dólares)

	IDE (1)	IP (2)	OTROS (3)
1990	0.3	0.5	-6.3
1991	0.9	3.8	-8.8
1992	1.9	14.5	-3.4
1993	0.8	12.3	-5.5
1994	1.5	50.6	-38.8
1995	3.3	9.2	16.6
1996	11.3	21.6	0.6
1997	17.8	12.6	-3.7
1998	26.0	18.1	-27.5
1999	26.9	3.8	-22.5
2000	30.5	6.9	-7.9
2001	24.7	0.08	-44.2
2002	14.1	-5.1	3.0
2003	9.9	5.3	-1.0

(1) Inversiones extranjeras directas netas; (2) Inversiones en cartera directas netas; (3) Crédito bancario y otras financiaciones.

FUENTES: IFS/FMI.

Tras un primer año caracterizado por la restauración del equilibrio presupuestario (gracias a una subida de los ingresos fiscales y a un mejor control de los gastos), el déficit público se incrementa de nuevo en el año 1995. Su financiación, esencialmente interna, contribuye al aumento del interés del dinero; el nivel de las tasas atrae a su vez los capitales flotantes. Sin embargo, en comparación con Argentina se puede hablar, como dice F. Benaroya (1996), de “administración pragmática” de la balanza de pagos y de sus tres componentes: tasas de cambio, política comercial y control de los flujos de capital. Cuando la valoración es demasiado

fuerte y las entradas de capitales peligrosas, el Gobierno no vacila en dirigir la fluctuación ni en esterilizar las variaciones de reservas ni, sobre todo, en instaurar y modificar de golpe la tasa sobre los movimientos financieros. Y cuando la balanza comercial se degrada de modo demasiado fuerte, se reintroducen obstáculos cuantitativos y tarifarios dirigidos a los cambios exteriores. Por último, cuando la tasa de cambio efectiva real tiende a depreciarse (principios del año 1995), se instaura una banda de fluctuación en la que se controla la variación. En resumen, el pragmatismo de la política coyuntural y las entradas de capitales tratan de ganar tiempo para realizar las reformas estructurales mientras se esfuerzan por conservar la confianza de los mercados.

Pero en una economía mundial de mercados financieros privados nada garantiza la compatibilidad instantánea entre las ofertas de capitales y las necesidades de financiación de las economías emergentes ni cuantitativa ni cualitativamente. Sobre todo, los frenos sociopolíticos e institucionales a la ordenación real y financiera de las economías latinoamericanas, y en particular de la economía brasileña, han sido ampliamente subestimadas por el equipo de F.H. Cardoso. Igualmente, sería necesario que las entradas de capitales no provocasen una pérdida de competitividad en el sector de los bienes intercambiables –una de las manifestaciones de lo que se ha dado en llamar “síndrome holandés” (se llama “síndrome holandés” o *Dutch Disease* a las consecuencias de un crecimiento brutal de la riqueza sobre los precios relativos y la balanza comercial de un país debido al descubrimiento de recursos naturales, de la subida de los tipos del cambio o, simplemente, a las entradas masivas de capitales)– que contribuyen, por el contrario, a modernizar el aparato productivo y a acelerar el crecimiento de los beneficios de productividad. Teniendo en cuenta el uso de estas cantidades, no parece que sea éste el caso. Recordemos que la congelación de estas entradas masivas de capitales es siempre una operación difícilmente defendible en el largo plazo. En efecto, implica una emisión creciente de títulos en los que el coste debido al pago de intereses (a la tasa interna) supera con mucho el rendimiento de las reservas oficiales sobre el mercado internacional de capitales.

En definitiva, la acumulación de reservas tan sólo proporcionará una seguridad relativa. El alza de las primas de riesgo sobre los títulos emitidos en los mercados emergentes que sigue a la difusión de la crisis asiática del año 1997, y más aún de la crisis rusa del año 1998, revela, por otra parte, la debilidad de los márgenes de maniobra de la política macroeconómica.

### **2.3. LA INESTABILIDAD DE LOS AÑOS NOVENTA: ¿CRISIS DE LA GLOBALIZACIÓN O FRAGILIDAD ESTRUCTURAL DE BRASIL?**

La crisis asiática, a la que siguió la crisis rusa, provocó un refuerzo de las restricciones externas que afectaron a la totalidad de los mercados emergentes: la



“huída hacia la calidad” cerraba el acceso a los mercados financieros a todo lo que no eran obligaciones de los grandes países industriales. Brasil, como otros países emergentes, sufrió, entonces, los repetidos asaltos de los mercados poniendo a prueba la firmeza de los dirigentes y la fragilidad de las estructuras. Los 70 mil millones de dólares de reservas de cambio en stock en las vísperas de la crisis rusa no fueron suficientes para frenar la especulación de modo duradero. Y durante el acoso, incluso la ayuda financiera internacional –el FMI permitió un crédito de cerca de 42 mil millones en tres años para apoyar al real– se reveló insuficiente para contener el hundimiento de las paridades.

Había buenas razones para que Brasil se viese afectado por la especulación. En efecto, ¿cómo justificar, sino, la amplitud y la duración de la sobrevaloración real, o la fuerte proporción de la deuda en el corto plazo en dólares, incluso teniendo en cuenta el nivel de las reservas? o, aún peor, ¿la pobre gestión de un sector público en el que las reformas tardan en llegar? Aplazando las dolorosas decisiones estructurales en beneficio de las soluciones “en el corto plazo y oportunistas”, el contexto electoral no contribuyó a tranquilizar los operadores.

En resumen, diversos países pueden invocar la globalización y los fenómenos de contagio miméticos de una economía financiera internacional “de casino”, pero la crisis brasileña se explica esencialmente por el deterioro de las variables fundamentales; un deterioro que los mercados no pueden ignorar durante mucho tiempo. Retomando la tipología en vigor es, pues, una crisis “de primera generación” (cuadro 1).

Desde el mes de agosto de 1998 hasta la devaluación del 12 de enero de 1999, las reservas del Banco Central sufren una caída de una treintena de miles de millones de dólares. La subida de las tasas de interés real domésticas no pudieron frenar la huída de los capitales; ésta, por el contrario, aumenta la deuda interna privada y pública, alimentando a su vez la especulación. El Gobierno amplió, sin duda, los márgenes de fluctuación del real, pero esto no redujo suficientemente la presión especulativa. Las autoridades deciden, pues, abandonar la política de anclaje cambiario, teniendo como consecuencia una fase de sobreajuste de la tasa de cambio en el contexto de una gran volatilidad, debido a que si la crisis fue suficientemente anticipada, el nivel de equilibrio de la tasa de cambio se mantendrá transitoriamente indeterminado. Es necesario esperar tres meses para que en el mes de marzo la paridad se estabilice alrededor de 1,7 real por dólar. Esta estabilización es debida a la urgente adopción de medidas presupuestarias –retardadas demasiado tiempo– y a una política monetaria drástica. Pero, sobre todo, debe mucho al desembolso del FMI de una nueva línea de crédito asociada a un nuevo acuerdo. Este acuerdo prevé un reequilibrio de la balanza de las operaciones corrientes a costa de una brusca recesión (del orden del 3,8% para el año 1999) y de un resurgimiento de la inflación (un 16,8%).

**Cuadro 1.- Crisis de pago y globalización financiera****CRISIS DETERMINISTAS, CRISIS CONTINGENTES**

Un artículo de Flood y Marion (1998) opone dos generaciones de modelos de crisis especulativa:

- Los modelos de primera generación, resultado de las contribuciones pioneras de Krugman (1979) y de Flood y Garber (1984), analizan las crisis de pago como la sanción previsible de una política presupuestaria “laxa”, incompatible con el mantenimiento de un régimen de cambio fijo cuando el acceso a las reservas internacionales es limitado. El modelo se extendió a los casos en los que los gobiernos mantienen una política de esterilización de las pérdidas de las reservas (Flood, Garber y Kramer, 1996) o a las situaciones en las que se esfuerzan por defender zonas libres definidas por una banda de fluctuación alrededor de una tasa central reajutable (Krugman, 1991; Krugman y Rotemberg, 1992) o, por último, a las situaciones en las que intentan retardar la crisis con una política de tasas de interés muy elevadas (Lahiri y Végh, 1997). Estos mecanismos a veces permiten retardar la crisis, raramente evitarla, pero suelen controlar un poco mejor su desarrollo.
- Los modelos de segunda generación (ver, por ejemplo, Obstfeld, 1994 y 1995) introducen un comportamiento estratégico del Gobierno: éste puede reaccionar a las decisiones privadas o arbitrar entre la política de cambio y otros objetivos. A diferencia de los modelos precedentes, son posibles “equilibrios múltiples”: las crisis se vuelven contingentes. Cuando los agentes privados esperan y anticipan que un ataque especulativo lo suficientemente poderoso puede imponer al Gobierno el abandono de una política de defensa de las paridades compatibles con los determinantes fundamentales, la economía pasa a un “equilibrio de ataque”. Modificando esos determinantes fundamentales se valida *ex-post* la desvalorización o el abandono del régimen de cambio fijo que anticipaban los especuladores. Los modelos recientes caracterizan el comportamiento de las autoridades por un arbitraje entre la aceptación de una regla en situación “normal” y la puesta en marcha de una cláusula de salvaguarda cuando el coste de mantenimiento de la regla se vuelve muy elevado (frente a un ataque o frente a cualquier otra perturbación desfavorable). En resumen, los buenos fundamentos –al menos tal y como son definidos tradicionalmente– constituyen una condición necesaria pero no suficiente para evitar las crisis especulativas provocadas por las profecías que se autocumplen.

Para diversos autores, el análisis de las crisis monetarias y financieras que se produjeron recientemente en las economías emergentes se adapta a estos modelos, sin exculpar totalmente a las políticas públicas y a la credibilidad del Estado, es ante todo a la “globalización financiera” a la que Dornbusch (1998, 1999a), Sachs y Radelet (1998), Chang (1999) y Calvo y Mendoza (2000) atribuyen la responsabilidad.

**“VIEJAS CRISIS, NUEVAS CRISIS”**

Las “viejas crisis” sancionaban lo que se ha dado en llamar los “errores de política macroeconómica”. Es la estructura de la situación financiera consolidada del país, y más exactamente el tipo de registro contable de los elementos del activo y del pasivo y la heterogeneidad de su denominación en divisas, lo que permite comprender por qué se producen las “nuevas crisis”. En efecto, estas crisis tienen lugar cuando existe un fuerte desequilibrio entre un pasivo en el corto plazo en moneda extranjera (“fuertes”) y una contrapartida compuesta de activos en el medio y en el largo plazo en moneda nacional. No se trata sólo de una condición necesaria: es preciso, además, un detonador para que la crisis tenga lugar, es decir, un hecho que con razón o sin ella revele ese desequilibrio en los mercados financieros. Una vez desencadenada, esta crisis es “muy explosiva”, provocando el hundimiento no sólo de la moneda sino también del sistema financiero nacional y de las finanzas públicas. Sin duda alguna, el Estado no es inocente: la desregulación y la liberalización son dos elecciones explícitas de política pública y la Administración garantiza diversas operaciones imprudentes (Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Pero una vez que se establecen las nuevas reglas de juego, los actores de los mercados financieros son esencialmente privados. ¿Cuál será entonces su comportamiento?

En un modelo de desequilibrios múltiples que trata de dar cuenta de la crisis mexicana, Calvo y Mendoza (1996) nos muestran que la “globalización financiera” incita a los inversores a diversificar su cartera. Y puesto que el incentivo para informarse decrece con el número de mercados emergentes, los inversores se vuelven muy sensibles al menor signo desfavorable... En el caso de México, la responsabilidad de la política macroeconómica en el desencadenamiento de la crisis no puede ser eludida. Por el contrario, la crisis asiática es ante todo una crisis de pago provocada por un hundimiento bancario (Sachs y Radelet, 1998). Los presupuestos eran a menudo excedentarios y la inflación débil, pero los bancos estaban muy endeudados con el exterior y subcapitalizados. La supervisión era con frecuencia reducida y la liberalización externa había suprimido la mayor parte de los controles de capitales.

La cuestión de la relación entre crisis de pago y crisis financiera nos remite a los recientes trabajos de Kaminsky y Reinhart (1999). Analizando el desarrollo de 76 crisis de cambio y de 26 crisis bancarias, estos autores confirman la interacción reciente de estos dos tipos de crisis. Hasta finales de los años setenta, el marco de los mercados financieros y los controles de capitales son suficientes para impedir estos efectos del arrastre. La liberalización y la desregulación de los años ochenta y noventa multiplican las “crisis gemelas” con efectos considerablemente más devastadores que aquellas crisis consideradas aisladamente. A pesar de todo, el deterioro de las variables fundamentales impide caracterizar estas crisis como puros mecanismos de anticipación que se autocumplen en todos los casos observados.

Desde el mes de agosto de 1998 hasta la devaluación del 12 de enero de 1999, las reservas del Banco Central sufren una caída de una treintena de miles de millones de dólares. La subida de las tasas de interés real domésticas no pudieron frenar la huida de los capitales; ésta, por el contrario, aumenta la deuda interna privada y pública, alimentando a su vez la especulación. El gobierno, sin duda, ha ampliado los márgenes de fluctuación del real, pero esto no redujo suficientemente la presión especulativa. Las autoridades deciden, pues, abandonar la política de anclaje cambiario, teniendo como consecuencia una fase de sobreajuste de la tasa de cambio en el contexto de una gran volatilidad, debido a que si la crisis fue suficientemente anticipada, el nivel de equilibrio de la tasa de cambio se mantendrá transitoriamente indeterminado. Es necesario esperar tres meses para que en marzo la paridad se establezca alrededor de 1,7 real por dólar. Esta estabilización es debida a la urgente adopción de medidas presupuestarias –retardadas demasiado tiempo– y a una política monetaria drástica. Pero, sobre todo, debe mucho al desembolso del FMI de una nueva línea de crédito asociada a un nuevo acuerdo. Este acuerdo prevé un reequilibrio de la balanza de las operaciones corrientes a costa de una brusca recesión (del orden del 3,8% para el año 1999) y de un resurgimiento de la inflación (un 16,8%).

#### 2.4. UN REGRESO RECURRENTE A LAS ARCAS DEL FMI

Si las críticas de las que fueron objeto los programas del FMI en las economías emergentes están ampliamente fundadas (Stiglitz, 2002), numerosos compromisos en el medio plazo suscritos por Brasil en el marco de dichos programas tras la crisis de los años 1998-1999 presentan todos los signos de la sensatez. Citemos, de entre ellos, los siguientes:

- 1) El rechazo de un régimen de cambio fijo (confirmación del fracaso de la política de fijación anterior).
- 2) La reanudación del pago del servicio de la deuda, decisión coherente con un proyecto que vuelve la espalda a toda perspectiva de ruptura con el proceso de mundialización.
- 3) La reducción progresiva de las tasas de interés nominal, capaz de hacer más creíble el perfil de la deuda interna, de incitar el retorno de las inversiones y de estimular a su vez un crecimiento que contribuya igualmente a restaurar los ratios de solvencia interna y externa.

Las alternativas a este plan eran, por otra parte, limitadas. ¿Se trataría de adoptar otra política de cambio y, en particular, un régimen de *currency board* a la manera argentina? En un país donde los compromisos políticos son muy inestables y las promesas rara vez cumplidas (¡ningún programa macroeconómico negociado

con el FMI para Brasil se ha llevado a término!), un sistema de este tipo puede parecer atractivo y justificado por aquellos que lo apoyan debido a la disciplina que impone a la política económica. La desastrosa experiencia argentina muestra, sin embargo, los límites del voluntarismo, puesto que las rigideces internacionales impiden las adaptaciones de la política económica a las perturbaciones exógenas y a los desequilibrios no reversibles que generan.

¿Se trataría de consolidar las deudas interna y externa? Al margen de las soluciones de los mercados, esta consolidación no puede venir más que de una larga negociación con los acreedores y con el FMI, o debe ser impuesta como consecuencia de una moratoria. El Plan Collor (Zantman, 1990), que en poco se diferenció de una moratoria, contribuyó a disminuir fuertemente la deuda interna, pero pagando el precio de una desorganización total del sistema productivo y financiero (en el cual la cartera de títulos de la deuda pública constituía la tesorería). Una estrategia expoliadora, solución de ruptura con los acreedores internos o externos, era además contradictoria con toda la política seguida por F.H. Cardoso. En cuanto a la consolidación negociada, no estaba en el orden del día del FMI.

La decisión tomada era, pues, la que tenía menores implicaciones en el largo plazo. La realización de los compromisos suscritos se aplazó en buena medida desde los primeros signos de calma.

Finalmente, el coste del reajuste es limitado: no sólo el PIB del año 1999 no prosiguió la caída iniciada en el año 1998, sino que se estabiliza (+0,7%) antes de volver a recuperarse con el impulso del año 2000 (4,4%, mejor, por lo tanto, que los 3,8% previstos). En cuanto a la inflación, no supera el 8,4%, volviendo a caer al 5,3% en el año 2000, por debajo del 6,5% del programa negociado. El mantenimiento, tras la subida del PIB, debería facilitar el control de la deuda neta del sector público. Ahora bien, si la desviación entre la realización y el objetivo perseguido es reducida, en el año 2000 (49,3% del PIB frente al 46,5%) se va a acrecentar durante los semestres siguientes debido a la recesión y a la lentitud de las reformas presupuestarias (la ratio deuda/PIB alcanza el 53,5% en el año 2001 frente al 44,3% previsto, la tasa de crecimiento del PIB no sobrepasa el 1,7% frente al 4,8% en el programa negociado con el FMI). Esta situación alimenta durante un tiempo la confianza de los mercados aumentando severamente los riesgos de contagio de la crisis argentina (durante el segundo semestre del año 2001), hasta que el FMI concede una línea de crédito complementario de 15 mil millones de dólares en el mes de septiembre. Después de haber perdido el 37% de su valor durante los diez primeros meses del año, el real va a recuperar el 16% durante los dos meses siguientes.

La resolución de estas crisis, ¿permite terminar con la sobreestimación por los mercados del “riesgo Brasil”, sobreestimación que se desvanece con cada intervención del Fondo? No se puede, sin duda alguna, emitir un juicio sobre la calidad de los determinantes fundamentales sin tener en cuenta el estatuto económico y estratégico de Brasil para los Estados Unidos y mucho más para los mercados financie-

ros. Pero, como demostró la solución de la crisis de 1998-1999, la ayuda masiva aplazó el ajuste en algunos meses, pero no evitó el desencadenamiento de la crisis.

En resumen, la simple observación de las variables fundamentales no podría agotar el análisis de la situación brasileña. Como para muchas economías emergentes, las ratios de endeudamiento brasileñas no difieren, por otra parte, de aquellas de las economías desarrolladas: pueden incluso parecer débiles considerando el potencial de apertura y de crecimiento de Brasil. Los indicadores macroeconómicos internos no constituyen más que uno de los elementos de evolución al lado de las variables geopolíticas y de los indicadores económicos relativos al desarrollo internacional. En el caso brasileño, la victoria electoral (como, recordemos, cuando la crisis rusa del año 1998) es de nuevo la que ha convertido la mezcla en un detonante, del mismo modo que la consulta del último trimestre del año 2002 constituye un envite político de primer orden al reagrupar elecciones federales (presidencial, legislativa y senatorial) y regionales (gobernadores y diputados de los estados federados). Y, como muestra la estrecha correlación entre el hundimiento de las tasas de cambio, la subida de las primas de riesgo sobre los títulos públicos (el “riesgo Brasil”) y la fuerte progresión de la oposición de izquierdas hacia finales del segundo trimestre del año 2002, será la publicación de los primeros sondeos electorales lo que funcionó como detonante. A partir del mes de mayo, el real se desvalorizó entre un 7 y un 8% por mes, pasando de 2,32 a 3,11 reales por dólar desde abril hasta agosto del año 2002.

Para conjurar el “espectro argentino” de una bancarrota generalizada llegando a un incumplimiento de pagos, el FMI intervino de nuevo concediendo una financiación de 30 mil millones de dólares a 15 meses, de los cuales 6 mil millones son para el año 2002. El desenlace de la carrera electoral y el programa propuesto por el nuevo Gobierno calmaron rápidamente los mercados. En Brasil, la alternancia política no significa forzosamente la alternancia económica: la escena política brasileña demostró después de mucho tiempo la capacidad de sus actores para contraer los compromisos más inesperados.

Sin embargo, en enero del año 2003 las causas estructurales de los desequilibrios macroeconómicos siguen estando en el primer plano de las preocupaciones del Gobierno y de modo muy destacado la situación de las cuentas públicas.

## **2.5. EL DETERIORO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

El comienzo del Plan real marca, por lo tanto, una ruptura en la evolución del saldo consolidado de las cuentas del sector público (Gobierno y Banco Central, estados y ayuntamientos, empresas públicas). Desde el año 1990 hasta el año 1994 el saldo presupuestario primario (exceptuando las cargas de intereses sobre la deuda interna y externa) registra un importante excedente. En el año 1995 se reduce a una cantidad congruente. El claro éxito registrado en el frente de la inflación contribuye

ampliamente a ello: ya no permite al sector público controlar sus gastos reales retrasando sus pagos cuando la inflación se acelera. El año 1995 conoce, además, un crecimiento significativo de los gastos: en enero se concedió una subida del 22% de los salarios del sector público sobre la base de la subida de los precios anteriores, cuando la tasa de inflación anual cae del 929% en el año 1994 hasta el 22% en el año siguiente; en mayo, el aumento del salario mínimo en un 43% repercute sobre las jubilaciones de los sectores público y privado, acentuando el déficit de la previsión social<sup>1</sup>.

Los factores que vamos a mencionar son principalmente coyunturales. Pero hay que considerar que las cuentas del sector público son igualmente socavadas por factores estructurales (Sand y Trotignon, 2002), a menudo idénticos a aquellos denunciados en los países más desarrollados, como es el caso del desequilibrio “cotizaciones/prestaciones” del sistema de previsión social. También son estructurales las causas de degradación del saldo operacional (suma del saldo primario y de los intereses de la deuda, corregidos por la inflación) ligados al federalismo: exigen profundas reformas que afectan a la redefinición de las relaciones presupuestarias entre los estados federados y la Administración central. En ambos casos, constataremos que se debe profundizar en las reformas iniciadas en los últimos años de la década de los años noventa, de modo que garanticen un equilibrio duradero de las finanzas públicas, incluso si explican en parte el excedente primario del sector público liberado a partir del año 1999.

Pero, durante los años que preceden a los dos mandatos de F.H. Cardoso, la principal causa del déficit del saldo público operacional sigue siendo el peso creciente de los intereses de la deuda pública. El servicio de los intereses de la deuda es casi equivalente al déficit operacional del período 1995-1998 y es ampliamente superior en valor absoluto en el período 1999-2001. El servicio de la deuda interna constituye claramente la mayor parte. Su aumento deriva del mantenimiento ya mencionado de las altas tasas de interés, práctica que el Gobierno justifica en nombre de la estabilización de los precios y de las tasas de cambio. Con el resurgimiento del déficit primario en el período 1995-1997, la subida de las cargas financieras va a inducir una dinámica de aumento de la deuda interna con una madurez muy corta. Para vencer este déficit y tranquilizar los mercados, el Gobierno Cardoso acelera entonces la subida de las deducciones fiscales (del 26% hasta el 35% del PIB): este esfuerzo, además de mal distribuido (a costa del sistema productivo y de la multiplicación de las exenciones legales que constituyen fuentes de evasión fiscal), será mal utilizado porque se dedicará fundamentalmente al pago de la deuda, no suponiendo ninguna mejora de los servicios públicos ni de la financiación de las infraestructuras.

---

<sup>1</sup> La Constitución del año 1988 estipula que ninguna pensión podrá ser inferior al salario mínimo. Ahora bien, cerca del 70% de los beneficiarios del régimen general no reciben más que el salario mínimo.

Es en este contexto económico en el que se desarrolla la batalla electoral del año 2002. Será igualmente en este contexto en el que el Banco Mundial elaborará un estudio muy completo sobre las fortalezas y las debilidades socioeconómicas de Brasil (The World Bank, 2003). Este trabajo se realizó, en efecto, a lo largo del año 2002 en el contexto de las turbulencias causadas por la ralentización de la coyuntura mundial, por la crisis argentina y sobre todo por la desconfianza creciente de los mercados financieros domésticos e internacionales frente a la subida de los candidatos de izquierdas y socialistas en los sondeos electorales. La constatación de la existencia de una extrema vulnerabilidad de la economía brasileña a las perturbaciones económicas y políticas orienta, pues, este estudio que privilegia las medidas que apuntan a la estabilización y al restablecimiento de la confianza en contraste con las políticas estructurales más favorables al crecimiento y a la redistribución. En la medida en que las conclusiones de este estudio, que retoman en lo esencial un argumento desarrollado durante las negociaciones entre el FMI y Brasil, parecen haber guiado la política económica del Gobierno brasileño y de su Banco Central, es útil recordar aquí los principales puntos antes de proponer un balance de los primeros semestres del “Gobierno Lula”.

### **3. LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO BRASILEÑO**

El informe no está en su totalidad dedicado prioritariamente a la estabilización macroeconómica. El documento, en efecto, se titula *Brazil: Equitable, Competitive, Sustainable, Contribution for Debate* y en él se establece, en primer lugar, un diagnóstico completo de los problemas estructurales económicos y sociales de Brasil. En él se desarrollan cinco grandes temas:

- Invertir en la población (educación, sanidad...).
- Mejorar la productividad para estimular el crecimiento, aumentar la competitividad y reducir la dependencia financiera externa.
- Estabilizar la economía, poniendo de modo prioritario el esfuerzo en el presupuesto. Un excedente (ahorrando, sin embargo, las inversiones en las infraestructuras) facilitará la entrada en escena de un círculo virtuoso con una reducción de las tasas de interés, una disminución de la deuda interna y de la deuda externa, una bajada del efecto de evicción y, por lo tanto, una canalización del ahorro hacia la inversión productiva y, por último, una disminución de las tensiones inflacionistas.
- Una mejora de los servicios públicos gracias a una mejor transparencia de su producción y de su distribución.
- Por último, una mejor gestión de los recursos naturales evitando el despilfarro del entorno.

Sin embargo, señala como prioridad el fortalecimiento de las capacidades y de la credibilidad de la política coyuntural y de ahí las reformas respecto de las instituciones públicas (política presupuestaria, sistema fiscal, previsión social...) sobre la base de la consigna “*short term credibility and long terme social goals are mutually dependant*”. En resumen, si numerosas reformas tienen como horizonte el medio plazo, la estabilización en el corto plazo constituye una condición previa inquestionable. Tras dos décadas, la coyuntura se caracteriza, en efecto, por la sucesión de “*stop and go*”; es decir, por un crecimiento que se enfrenta regularmente con las limitaciones de financiación del presupuesto y de la balanza de las operaciones corrientes. Y en los años ochenta y noventa estas limitaciones aumentan en razón de la dinámica acumulativa de la deuda (el crecimiento de las deudas –pública y externa– provoca un aumento de las primas de riesgos y, por lo tanto, de las tasas de interés; esta subida aumenta a su vez el peso de las cargas e incrementa las necesidades de financiación) añadiéndose las necesidades legítimas de financiación provocadas por el crecimiento.

### 3.1. LUCHAR CONTRA LA VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN Y DE LAS TASAS DE CAMBIO

Para justificar esta prioridad, el informe insiste, en primer lugar, sobre los efectos desfavorables en el largo plazo de la volatilidad de la inflación, de las tasas de cambio y, en general, del valor de los activos. Esta volatilidad está fuertemente asociada con las cargas de los gastos públicos y provoca una elevación de las primas de riesgo (*spreads*), cuya consecuencia es una caída de la inversión y del ritmo económico y un crecimiento de las desigualdades y de la pobreza. El aumento del excedente presupuestario primario –principal variable que puede controlar el Gobierno– garantiza la “sostenibilidad” del crecimiento económico frente a la incertidumbre y en el caso de perturbaciones exógenas desfavorables. A diferencia de las tasas de interés en el corto plazo –que responden a la política monetaria–, las tasas de interés en el largo plazo, que desempeñan un papel fundamental en los comportamientos de inversión, dependen estrechamente de la solvencia del sector público, lo que significa que las tasas de interés son sensibles al tamaño y a la composición de la deuda pública. Las principales variables que afectan a la dinámica de la deuda pública son el equilibrio primario, el crecimiento económico, las tasas de interés y las tasas de cambio. Por desgracia, las tasas de interés, las tasas de cambio y también el crecimiento económico están sujetos a una multitud de perturbaciones imprevisibles. La incertidumbre proviene igualmente del hecho de que los agentes tienen una información imperfecta sobre la capacidad y/o la voluntad de los deudores soberanos de pagar las cargas de la deuda. El saldo primario constituye *in fine* la única variable de política macroeconómica controlable que indica sin ambigüedades a los deudores que cobrarán lo debido: el fortalecimiento de la credibilidad del Gobierno descansa esencialmente sobre la política presupuestaria.



### **3.2. LIBERAR LOS EXCEDENTES PRIMARIOS MÁS IMPORTANTES Y FLEXIBILIZAR LOS GASTOS PÚBLICOS**

¿Cómo asegurarse de que el Gobierno será capaz de liberar los excedentes presupuestarios primarios? Como los ingresos son función de una tasa de crecimiento económico aleatoria, de la incitación al fraude provocada por una administración incompetente o corrupta, o simplemente por el elevado nivel de las tasas de descuento (curva de Laffer), la capacidad del reajuste presupuestario reposa sobre los ingresos. De ahí el precepto según el cual la estructura de los gastos también debe ser flexible y la estructura de los descuentos también debería de ser lo más transparente posible.

¿Cuáles son las fuentes de las rigideces de los gastos públicos?

- Los salarios y las pensiones de los funcionarios (la rigidez será proporcional al grado de protección del empleo del personal del Estado, o al grado de indexación de los salarios y pensiones).
- Los gastos sociales.
- Las transferencias destinadas a instancias regionales y locales (estados federados, municipalidades).

Por eso, el informe constata que en Brasil la parte de los gastos rígidos de funcionamiento ha tenido una tendencia a aumentar fuertemente a costa de los gastos de inversión.

### **3.3. DISMINUIR EL COSTE DE LA DEUDA**

Estos gastos no son los únicos responsables de los déficits públicos y del crecimiento de la deuda: el coste de la deuda participa más que cualquier otro factor en esta dinámica explosiva. Las principales causas de esta dinámica son el corto período de madurez de la deuda, la indexación de la deuda sobre las tasas monetarias (el *overnight* o *selic*), la definición de la deuda en divisas extranjeras o su indexación parcial o total sobre la tasa de cambio. Los problemas de la deuda brasileña residen justamente en el corto período de madurez de sus préstamos y en la importante parte de esta deuda que está indexada en función de las tasas de interés y de la tasa de cambio (supongamos el 80%, el 20% restante está indexado sobre la tasa de cambio, sea el porcentaje en manos de acreedores extranjeros).

### **3.3. AUMENTAR LA CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL Y REDUCIR LAS TASAS DE INTERÉS PARA MEJORAR LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA**

La indexación es un sustituto de la credibilidad: se ve, de este modo, todo el interés que tiene la acumulación de una buena reputación para el Gobierno brasileño.

El abandono de la indexación permitirá al Gobierno aumentar su margen de maniobra en materia de política monetaria: el peso del ajuste no caerá sólo sobre la política presupuestaria. La explicación de los elevados niveles de las tasas de interés, que es sencilla en el caso de las tasas en el corto plazo, es más complicada para las tasas en el medio y en el largo plazo.

Para el nivel de las tasas de interés en el corto plazo, la política que sigue el Banco Central tras la crisis de los años 1998-1999 es una política que tiene como objetivo reducir la inflación (*inflation targeting*). Salvo unas expectativas optimistas relativas a la capacidad del país para controlar la inflación, los *spreads* son altos, y el período de madurez de la deuda es corto. Este hecho explica la prioridad dada por las autoridades brasileñas a la lucha contra la inflación, incluso al precio de unas elevadas tasas de interés en el corto plazo. La voluntad de los gobiernos para convencer a la sociedad civil del interés de ir hacia una independencia del Banco Central responde a la misma lógica (la de ganar una credibilidad que permita disminuir las tasas de interés) y explica igualmente los esfuerzos presupuestarios (una política monetaria restrictiva tan sólo es posible si se acompaña de un excedente primario que permita hacer frente a los cambios de la deuda).

La política monetaria no explica, sin embargo, el nivel de las tasas de retorno de la financiación a más largo plazo. Estas tasas en el largo plazo (de uno a dos años) se sitúan a niveles netamente más elevados que las tasas en el corto plazo (en el año 2001 las tasas nominales en el corto plazo se situaban en torno a un 18% mientras que las tasas en el largo plazo estaban cerca del 48% para los préstamos a las empresas y del 78% para los préstamos personales: parece claro que con tasas de inflación del orden del 8% estos niveles no son soportables). Estas diferencias se explican por las tasas de imposición sobre el sistema financiero, el alto nivel de los coeficientes de reservas (que llevan al sector público a pedir préstamos sobre todo en el exterior, aumentando así la vulnerabilidad del exterior), el débil resultado de los bancos públicos, el coste de los préstamos no corrientes, y, por último, la fuerte concentración del sistema financiero brasileño y, en consecuencia, la débil competencia no contribuyen a la reducción de las tasas en el largo plazo. El resultado de estos costes de financiación tan elevados y de la escasa eficiencia del sector bancario es la débil contribución de éste a la financiación de la economía. Es, por lo tanto, sobre los factores que presionan al alza donde es preciso actuar si se quiere mejorar la contribución del sistema financiero al crecimiento.

### 3.5. LA SOSTENIBILIDAD EXTERNA DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Como sucede con numerosas economías emergentes, el crecimiento económico brasileño se enfrenta con las limitaciones externas, restricciones reforzadas por la necesidad de atender la carga de la deuda externa. Para reducir la carga externa, la economía debe apoyarse sobre dos elementos: a) las financiaciones externas en el

largo plazo y, entre ellas, sobre todo las inversiones directas; y b) los excedentes comerciales.

En el terreno comercial, Brasil aún sigue siendo una economía relativamente cerrada (la ratio Exportaciones+Importaciones sobre el PIB representaba cerca del 35% en el año 2003). La apertura de las exportaciones y de las importaciones es uno de los objetivos más persistentes de los gobiernos brasileños desde el año 1990. Sin embargo, la evolución desfavorable de los precios de las materias primas anuló en parte los esfuerzos de los exportadores brasileños. El hundimiento del Mercosur tras la crisis argentina constituye uno de los retos que debe afrontar Brasil, además de las reticencias de los países desarrollados a abrir su mercado y del vigor de la competencia china en el conjunto de los sectores industriales. Los factores que pueden favorecer el fortalecimiento de las exportaciones no tradicionales –las exportaciones tradicionales y en particular las exportaciones agrícolas conocen una fuerte expansión– son de hecho los mismos que aumentan las potencialidades de desarrollo económico del sector manufacturero: una política fiscal favorable a la inversión y a la innovación, una política que elimine las distorsiones a las importaciones (disminuyendo la incitación a aumentar las ganancias de productividad y la competitividad), una reforma administrativa, una política de infraestructuras, una mejora del funcionamiento del mercado financiero...

Las inversiones directas contribuyen directa e indirectamente a disminuir la vulnerabilidad externa. Directamente, reforzando el sector manufacturero –y en particular el sector exportador– e indirectamente reequilibrando la balanza global. Sin embargo, es preciso subrayar que la mayor parte de las inversiones directas de los últimos años, a menudo ligadas a las privatizaciones de los servicios públicos, no estuvieron orientadas hacia el sector exportador, ni siquiera al sector manufacturero, sino que fueron canalizadas hacia los servicios. Y cuando se orientan al sector manufacturero intervienen ante todo en los sectores de bienes de consumo y de bienes de equipo del hogar con destino al mercado interior más que en los bienes destinados a las exportaciones. Por último, la dinámica de estas inversiones directas parece agotarse. La consolidación de la balanza comercial pasa, pues, por la consolidación de la industria y, en cualquier caso, de los sectores exportadores.

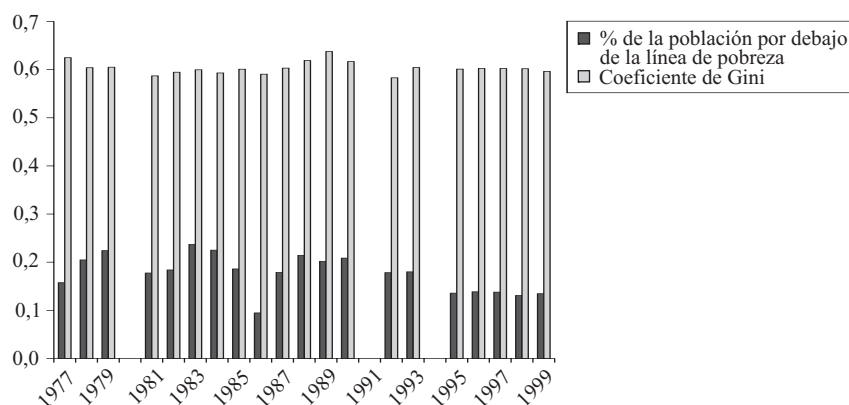
Este diagnóstico no es verdaderamente revolucionario y el análisis de la Administración precedente de Fernando Henrique Cardoso fue próximo al propuesto por el Banco Mundial. Pero hay que constatar que el mantenimiento de los fuertes desequilibrios internos y externos revela que no se han conseguido las reformas necesarias.

En la medida en que el nuevo Gobierno está, por su pasado político, aún más alejado de las soluciones propuestas por el Banco Mundial de lo que estaba F.H. Cardoso, se habrá podido esperar del nuevo equipo gubernamental la búsqueda de una propuesta original. La observación de la política tiende, por el contrario, a mostrar una plena y entera adhesión a este análisis y la búsqueda de soluciones conformes a los principios que acabamos de mencionar.

#### 4. PRIORIDADES, OBJETIVOS Y PRIMERAS MEDIDAS DEL GOBIERNO LULA

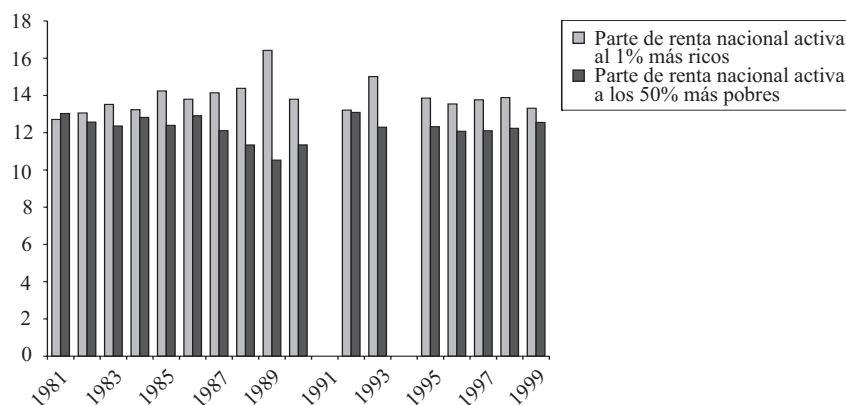
El nuevo presidente y su partido simbolizan la necesidad de realizar reformas estructurales que tienden a corregir las grandes injusticias de la sociedad brasileña (gráficos 3 y 4): desigualdad récord en el reparto de las rentas y de las riquezas, desigualdades regionales que oponen una región nordeste, parecida al tercer mundo, y una región sur/sudeste próxima a los estándares de vida europea, nivel elevado de pobreza absoluta rural y urbana, sistema de enseñanza y de sanidad pública en rápido deterioro. El contexto político y económico va a imponerle, a pesar de todo, otras prioridades.

**Gráfico 3.- Índices de pobreza y de reparto**



FUENTE: IPEA.

**Gráfico 4.- Desigualdades de renta (1981-1999)**



FUENTE: IPEA.

En el momento de la entrada en funciones de Lula, la situación era muy incierta, teniendo en un primer plano una carga de la deuda pública que representaba el 8% del PIB<sup>2</sup>. Esta carga era muy sensible a la incertidumbre –en particular la incertidumbre electoral de finales del año 2002– que provocaba una devaluación cambiaria y una subida de las tasas de interés encareciendo aún más la carga de la deuda. Esto explica la estrategia del candidato Lula que buscó muy rápidamente un apoyo del sector privado y que propuso hacia el final de su campaña la “*Carta ao povo brasileiro*”, empeñado en mantener cueste lo que cueste la estabilidad económica, el respeto de los acuerdos y de las reformas institucionales relativas al “federalismo fiscal” (para responsabilizar a los poderes locales que se apoyaban hasta ese momento sobre las finanzas federales) y la independencia del Banco Central. Una vez elegido, esta estrategia será, por otra parte, confirmada por el recurso a los altos funcionarios económicos muy comprometidos en la acción de la Administración precedente, y el nombramiento al frente del Banco Central de Henrique Meirelles, hombre político de derechas y dirigente del Bank of Boston. Las primeras medidas no dejaron dudas sobre la orientación del nuevo Gobierno.

#### **4.1. UNA PRIORIDAD: LA RESTAURACIÓN DE LA CONFIANZA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

El nuevo equipo ha dado muestras de una extrema prudencia en materia de política presupuestaria y monetaria durante el primer semestre del año 2003, anunciando de entrada su voluntad de conseguir un importante excedente primario (un objetivo del 4,25% del PIB fue fijado en febrero del año 2004 con el FMI) y de luchar contra la inflación a cualquier precio. Promesas cumplidas: los resultados han dejado atrás las intenciones. En un año el excedente primario del sector público no financiero alcanzaba en el mes de julio el 4,4% del PIB, ¡es decir, más que en el año 2000 y que en el año 2001! La política monetaria ha pasado a ser fuertemente receptiva. A principios de año, el nuevo presidente del Banco Central señaló su objetivo de tasa de base (“tasa Selic” de pago de préstamos en el día a día del Banco Central) del 25% al 25,5%, después el 26,5% por año, prosiguiendo la ascensión iniciada en octubre del año 2002 del 18%. A pesar de las múltiples reclamaciones –incluida la del vicepresidente de la Federación– contra el fortalecimiento monetario –que en el mes de mayo y sobre la base de una inflación prevista del 8,5% en un año situaba a la tasa real en un 16,6%–, el Banco Central ha mantenido su tasa hasta el mes de junio, fecha en la cual se produjo una disminución. Apostando fuerte, el Banco Central demostró su voluntad de reconducir la inflación hacia su objetivo. Fue lo suficientemente creíble para conseguir orientar las expectativas de los

<sup>2</sup> Los intereses de la deuda pagados en el año 2003 representaron 4,9 veces los gastos de sanidad, 6,8 veces los del Ministerio de Educación, 31,5 veces los del Ministerio de Transportes... y ¡81 veces el presupuesto del programa de lucha contra el hambre “Fome Zero”! (Teixeira y Teixeira, 2004).

agentes hacia el objetivo de inflación anunciado por las autoridades y evitar las tendencias inflacionistas que podrían subsistir más allá de los puros efectos del cambio<sup>3</sup>.

La actividad y el mercado de trabajo fueron afectados por el rigor monetario y presupuestario: el crecimiento fue ligeramente negativo en el año 2003. Las exportaciones se estabilizaron en un contexto muy próximo al estancamiento de las economías del G3 y de apreciación real de la moneda doméstica degradando la competitividad en precio de las empresas.

#### **4.2. UNA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN EXTERNA QUE ESTÁ MEJORANDO**

La recuperación de las cuentas externas, resultado de la cura de austeridad impuesta a la economía brasileña combinada con el préstamo de 30 miles de millones de \$ del FMI, ha permitido finalizar el año 2003 sin nuevas tensiones sobre los mercados financieros. El saldo comercial –deficitario desde el año 1995 hasta el año 1998 y equilibrado hasta el año 2001– ha alcanzado los 25 mil millones de US\$ en el año 2003, superando los 15 mil millones de dólares de junio del año 2004. Este excedente ha compensado ampliamente el déficit de la balanza de los servicios y de las transferencias unilaterales: el saldo de las transacciones corrientes se ha elevado al 0,8% del PIB. La cobertura de las necesidades de financiación se ha conseguido. Sin duda alguna, los mercados emergentes son víctimas del “regreso a la calidad” de los inversores internacionales, con una disminución de las entradas de capitales después del año 2001 que afecta particularmente a las inversiones directas. Pero la disminución de estas últimas ha estado compensada por la recuperación de las inversiones de cartera. Si se añaden las financiaciones del FMI, y naturalmente las financiaciones bancarias, Brasil ha cerrado sus cuentas en condiciones favorables en el año 2003 y se beneficia de condiciones aún más favorables para el año 2004. Es verdad que actualmente el país conoce el favor de los mercados, lo que no es sorprendente a la vista del diferencial de interés con los mercados norteamericanos y de la zona euro, y la ortodoxia mostrada por el nuevo equipo. Casi no hace falta nada más para explicar la reducción del riesgo que a mediados del año 2003, según el índice JP Morgan, aún estaba a niveles del orden de los 2400 puntos –superados únicamente por Argentina y por Nigeria– ha vuelto a caer a niveles inferiores a los 600 puntos un año después. Sin embargo, la facilidad de los prestatarios brasileños (exclusivamente de establecimientos bancarios) no debe hacernos albergar ilusiones: todavía se discute mucho sobre las captaciones especulativas atraídas por el nivel de los intereses de la deuda pública.

---

<sup>3</sup> Según el IPEA, la subida particularmente sostenida de las tasas de interés se justifica igualmente por el hecho de que los créditos no representan más que el 25% del PIB. Sólo amplios movimientos de tasas de interés pueden tener un impacto sobre la actividad y, por lo tanto, sobre los precios. Esta advertencia es verdadera tanto para la subida como para la baja.

### 4.3. REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLÍTICA DE DESARROLLO: LAS PRIMERAS MEDIDAS

La política monetaria y fiscal así como la actual recesión confunden en este momento a los electores que tienen la impresión de “cuanto más cambio, más sigue siendo la misma cosa”. También se promete una inflexión de los resultados: 1) de las reformas estructurales comprometidas; 2) de las políticas industriales que apuntan a la reducción de la dependencia del desarrollo respecto a las restricciones externas y del crecimiento económico; 3) de la lucha en el frente de las barreras comerciales; 4) de las políticas destinadas a los más desfavorecidos (Rifflart, Sand-Zantman y Rosinger, 2003):

- 2) Las reformas estructurales se han comprometido sobre cuatro frentes: dos de ellas se refieren a las cuentas públicas, a la reforma de la seguridad social y al código fiscal; las otras dos son institucionales y afectan a la independencia del Banco Central y a un nuevo código de quiebra.
  - a) *La reforma de la seguridad social* es adquirida. Apunta esencialmente al régimen de jubilación de los funcionarios públicos, que es muy deficitario, y prevé una reducción de los beneficios y una ampliación de la duración del trabajo. Los beneficios son difíciles de calcular: la imprecisión habitual de los cálculos en el largo plazo se acompaña de la ausencia de estudios serios tanto por parte del Gobierno como por parte de los institutos de investigación. En el corto plazo, permitiría eliminar un déficit anual del orden de 50 mil millones de R\$, exclusivamente atribuible a los regímenes de jubilación<sup>4</sup>, siendo los otros excedentarios. Sin embargo, estos resultados en el largo plazo son modestos, representando una economía de cerca del 5% de los déficits previstos durante los próximos veinte años<sup>5</sup>.
  - b) *La reforma del código fiscal* pretende luchar más eficazmente contra la evasión fiscal simplificando las reglas de imposición y consolidar las finanzas de los estados de la federación estableciendo la uniformidad del ICMS, impuesto sobre la circulación de mercancías y principal recurso de los estados. Esta reforma suprimiría la competencia fiscal ruinosa entre estados. Apunta, por último, aunque la cuestión no es unánime, a una exención de las exportaciones. Este segundo aspecto de la reforma, que se discute en la asamblea fue mal orientado: es, en efecto, unánimemente criticado por el patronato, por todos los partidos a excepción del PT, por los representantes electos lo-

<sup>4</sup> Según un informe del Ministerio de Previsión de marzo del 2003, el déficit del régimen de jubilación había sido de 56 mil millones de R\$ en el año 2002, es decir, el 4,25% del PIB.

<sup>5</sup> La magnitud del déficit es calculada a partir de comunicados del Ministerio de Previsión reproducidos por la prensa. El ministerio declara lacónicamente que se puede atender, a partir del texto de la reforma que ha votado, a una economía total de 49 mil millones de R\$ durante los próximos veinte años, sin explicar su metodología de cálculo. Considerando un déficit anual de la previsión de 50 mil millones, se obtiene un 5%.

cales y por los gobernadores de los estados. La discusión se centra sobre la cuestión de las transferencias entre el Gobierno central y los estados de la federación. El Gobierno central es consciente del elevado peso de la carga fiscal y de su carácter regresivo e ineficaz<sup>6</sup>, pero se opone a cualquier disminución de sus recursos. En cuanto a los estados de la federación, éstos rehúsan cualquier reforma que disminuya su pequeña parte de la tarta y además esperan aumentarla. En este contexto, todo hace pensar que la presión fiscal deberá aumentar<sup>7</sup>, que los objetivos iniciales serán olvidados y que la “reforma” agravará la ineficacia del sistema fiscal.

- c) *La independencia operacional del Banco Central* es una vieja reivindicación de los sectores financieros. Su inicio parece haberse conseguido bajo el anterior presidente, pero la reforma tropieza con ciertos problemas constitucionales. Estos últimos obstáculos han sido eliminados. El primer paso ha consistido en reforzar el estatus de su presidente que mantenía el rango de ministro. Queda por especificar el contenido exacto de la independencia por medio de una ley que por el momento aún está en estudio.
  - d) *Un nuevo código de quiebra* cuyo propósito es aumentar las garantías de los acreedores de las empresas en liquidación, consideradas insuficientes actualmente, lo que debería permitir aumentar el volumen y disminuir el coste de los créditos a las empresas.
- 3) La política de desarrollo industrial está en gran parte en manos del BNDES, banco público encargado de dirigir las principales operaciones de reestructuración. Su presidente, Carlos Lessa, un economista de orientación “estructuralista”, propone, por otra parte, una política de “desarrollo acompañada por la inclusión social”; defiende particularmente la expansión del “microcrédito” y los préstamos a las pequeñas y medianas empresas. Por lo que respecta a la política industrial propiamente dicha, el acento se pondrá sobre el refuerzo de la capacidad de ciertas ramas para conseguir importantes saldos comerciales, en el contexto de las negociaciones de liberalización comercial actualmente en curso. Según estudios recientes de origen universitario, las “ramas” agroindustriales (café, papel y celulosa, productos cítricos), de cuero y calzado, y de siderurgia deberían ser privilegiadas por una política de promoción de las exportaciones. Otras actividades (bienes de capital, sector naval, petroquímica, plásticos) amenazadas por la liberalización deberían ser objeto de políticas de reestructuración.

---

<sup>6</sup> Los recursos fiscales dependen esencialmente del impuesto indirecto (ICMS, impuesto sobre la circulación de mercancías; IPI, impuesto sobre los productos industriales; impuesto sobre las importaciones; y diversas “contribuciones” afectas a los cargos presupuestarios específicos), cuya particularidad es que se aplica “en cascada” y no sobre el valor añadido.

<sup>7</sup> Antes de la publicación del proyecto de ley presupuestaria para el año 2004 (finales del mes de agosto), que preveía un aumento nominal del 11,32% de los ingresos por informe en el año 2003, esto parece inconsistente con una inflación cifrada en el 5,5%, y la tasa de desarrollo económico retenida para el año del 3,5%.



- 3) En el nivel internacional, el Gobierno parece reorientar la estrategia de acuerdos comerciales. Su éxito en las últimas negociaciones de la OMC supone un amplio trabajo diplomático para abrir los mercados de los países desarrollados y multiplicar las negociaciones en aras de una cooperación con sus compañeros del sur. Uno de los objetivos declarados es también reforzar la cohesión latinoamericana con el fin de negociar en una situación más ventajosa la participación en el Alca, cuya realización no parece muy prioritaria en el seno de la agenda brasileña. Sin embargo, el neoproteccionismo de Argentina parece debilitar de modo coyuntural el Mercosur.
- 4) Las políticas sociales, por último, constituyen, una prioridad de las promesas, siendo por ello compatibles con una subida de la tasa de ahorro nacional considerada como prioridad absoluta. Y serán las clases medias –uno de los apoyos esenciales del nuevo presidente– quienes soportarán una gran parte de estos sacrificios.
- Como es imaginable, las reformas relativas al sistema de previsión social se inscriben en esta perspectiva y la reducción del empleo público tampoco se libra de esto. Estos estratos sociales serán también los primeros afectados por el aumento de la progresividad del impuesto, o por la diferenciación de los precios de los servicios públicos a favor de los estratos sociales más pobres.
  - La reforma agraria tiene, sin duda alguna, su simbolismo propio como modo de integración de los pobres en la sociedad. En este sentido constituye uno de los capítulos de la política social. No se trata en ningún caso de caridad y menos aún es una máquina de guerra contra la propiedad privada: el objetivo es reforzar la clase de las explotaciones agrícolas familiares y es en este sentido como se podrían beneficiar de los apoyos del Estado. También está lejos de las tímidas tentativas precedentes de reforma agraria como de las reivindicaciones revolucionarias del ala activa del PT en la propiedad rural (el Movimiento de los Sin Tierra).
  - Desde esta perspectiva y en la misma clave, es preciso analizar las medidas de apoyo al micro y al miniempresariado. Como el campesino sin tierra, el vendedor de las calles (“*biscateiro*”) es uno de los personajes clave de la sociedad brasileña. Y es este “*biscateiro*”, el que se busca o se trata de convertir en “figura empresarial”, a quien toca la responsabilidad de un refuerzo y de una diversificación de la oferta doméstica.
  - Si a todo esto se añade la ordenación de los mecanismos de jubilación por reparto (reforma del sistema de previsión) y un estímulo en la constitución del fondo de pensiones (incluidos aquí los estratos sociales populares), se puede comprobar el camino andado por el Partido de los Trabajadores después de su llegada al poder.
  - Esperando los efectos positivos de este plan y de otras reformas estructurales, el programa Fome Zero permitirá socorrer urgentemente a las capas más vulnerables de la población. A pesar de las apariencias, no se puede reducir este programa a una simple adaptación de las acciones del Banco Mundial centra-

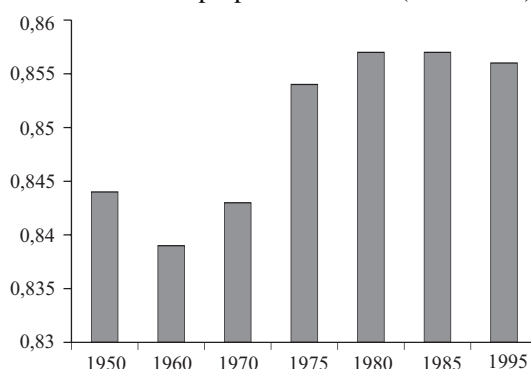
das sobre los pobres. Es explícitamente un instrumento transitorio destinado a romper la “trampa de la pobreza” de la desnutrición permitiendo a las poblaciones pobres retomar su aliento, pensar en el porvenir y elaborar estrategias de promoción social. La integración resultará, por lo tanto, de la mejora de su capacidad de trabajo y de la escolarización de los niños. Este programa se une a otras medidas más tradicionales de acción directa sobre el mercado de trabajo a favor del empleo o de la subida de las rentas monetarias (salario mínimo, asignación por desempleo), medidas que deben contribuir a la integración social a través del acceso al consumo monetarizado.

## 5. CONCLUSIÓN

En una entrevista al *Financial Times* fechada en el segundo trimestre del año 2003, el presidente Luiz Inácio da Silva afirmó que el primer año de su mandato lo consagraría a la “limpieza de la casa”, justificando así el mantenimiento de una política conservadora y ortodoxa hasta que la economía se restableciese.

Este discurso en el ámbito internacional, incontestablemente diferente de los propósitos de la campaña, apuntaba naturalmente a adquirir credibilidad externa. Pero sería simplificar mucho su propósito, o reducirlo a la habilidad o a la duplicidad. En efecto, si los dirigentes del Partido de los Trabajadores sacrifican los grandes equilibrios es porque parten de la constatación de que en el pasado el equilibrio no fue más reaccionario, ni el desequilibrio más progresista. La prueba de ello es la terrible resistencia de los índices de desigualdad y de los niveles de pobreza de un país en el que el 1% de la población gana más que el 50% de los más pobres, y donde la concentración de la tierra es considerable (gráfico 5). Y esto a pesar de la multitud de intervenciones públicas en el reparto primario de las rentas (es decir, al nivel de la fijación de los precios y de los salarios que a la Administración nunca le repugnó manipular), o de la redistribución y de las transferencias.

**Gráfico 5.-** Concentración de la propiedad relativa (1950-1995). Índice de Gini



FUENTE: INCRA.

Queda por probar que la ortodoxia y las transformaciones sociales no son antinómicas. Con una tasa de crecimiento del PIB estimada en el 3,5-4%, el Gobierno puede, por fin, comenzar a poner en marcha algunas de las promesas sociales que figuraban en el programa del Partido de los Trabajadores. Ya que, en esta ocasión, la expansión de la producción se apoya a la vez sobre la combinación de un crecimiento de las exportaciones, de una recuperación de la demanda de las familias y de una recuperación de las inversiones tanto en la construcción como en los bienes de equipo. Los asalariados, y en particular los menos cualificados, no son los últimos en obtener provecho. Esta primera tendencia a favor del empleo se conjuga con una subida de los salarios que explica el vigor de la demanda privada y el optimismo de las empresas.

Sin embargo, este crecimiento económico es frágil: la debilidad de las inversiones pasadas no se hace sentir aún en razón de la baja utilización de las capacidades de producción tras un largo período de estancamiento. Pero la tasa de utilización de las capacidades de producción aumenta rápidamente, haciendo temer un crecimiento de las expectativas inflacionistas, un endurecimiento de la política monetaria y un nuevo freno al crecimiento económico por parte de las autoridades. Por otro lado, el sistema productivo está enfrentado a la penuria del equipamiento: la producción récord de soja tropieza con la insuficiencia de las rutas y de las infraestructuras portuarias. Y si las lluvias torrenciales permiten alejar el espectro de los cortes de corriente en el corto plazo, la penuria de la energía aún sigue siendo una restricción en el medio plazo, agravado por la evolución internacional del mercado de los hidrocarburos.

El nivel de endeudamiento externo nos indica, además, otra debilidad del ahorro doméstico, sea privado o público, y la importancia del servicio de la deuda pública nos indica la utilización muy discutible de este ahorro. En ausencia de un ahorro privado doméstico suficiente, el crecimiento económico no puede apoyarse más que sobre las entradas de capitales externos, capitales que también deben refinar la carga de la deuda pasada y la compensación de las inversiones directas y de cartera. Y si las entradas de capitales se debilitan, el crecimiento económico se verá igualmente debilitado, provocando mecánicamente la subida de la ratio deuda externa/PIB. Más aún, la debilidad de la tasa de ahorro doméstica constituye una de las incoherencias del modelo económico y social brasileño: el mantenimiento de una distribución de las rentas muy desigual debería, en efecto, garantizar un ahorro abundante fundado teóricamente sobre una fuerte propensión a ahorrar de los titulares de altos ingresos. Pero las fugas de capitales y sobre todo el consumo ostentoso de las élites –más allá de las clases medias– se conjugan para comprimir el ahorro doméstico.

## **BIBLIOGRAFÍA**

BENAROYA, F. (1996): “Brésil: de la stabilisation aux réformes”, *Problèmes d’Amérique Latine*, núm. 21, (abril-junio). Documentation Française.

- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (1996): "Mexico's Balance of Payment Crisis: A Chronicle of a Death Foretold", *J. of International Economics*, 41, núm. 3-4, (noviembre), pp. 235-264.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (2000): "Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-frictions Approach", *American Economic Review Papers and Proceedings*, (mayo).
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1994): "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", en R.C. Barth y C.H. Wong [ed.]: *Approaches to Exchange Rate Policy, Choice for Development and Transition Economics*, pp. 90-102. IMF Institute.
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1999): *Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries*. (NBER WP, 6925).
- CHANG, R. (1999): "Understanding Recent Crises in Emerging Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta", *Economic Review*, 2º cuatr.
- DORNBUSCH, R. (1998): *After Asia: New Directions for the International Financial System*. (web.mit.edu/rudi/www).
- DORNBUSCH, R. (1999): *Emerging Market Crises: Origins and Remedies*. (web.mit.edu/rudi/www).
- EASTERLY, W. (1996): "When is Stabilization Expansionary? Evidence from High Inflation", *Economic Policy*, (abril), pp. 68-107.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M.; KRAMER, C. (1996): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example", *Journal of International Economics*, 41, pp. 223-234.
- FLOOD, R.P.; MARION, N.P. (1998): *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*. (IMF WP/98/130).
- KAMINSKY, G.L.; REINHART, C.M. (1999): "The Twin Crises, The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, núm. 3, pp. 473-500.
- KRUGMANN, P. (1979): "A Model of Balance of Paiements Crises", *J. of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-25.
- KRUGMAN, P. (1991): "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 669-82.
- KRUGMAN, P.; ROTEMBERG (1992): "Speculative Attacks on Target Zones", en P. Krugman y M. Miller [ed.]: *Exchange Rate Targets and Currency Bands*. Cambridge University Press.
- LAHIRI, A.; VÉGH, C. (1997): *Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises*. (Mimeo). UCLA/Internet.
- OBSTFELD, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, pp. 189-213. Banque de France.
- SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995", *Brookings Paper on Economic Activity*, núm. 1, pp. 147-198.
- SACHS, J.; RADELET, S. (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- SAND, A.; TROTIGNON, J. (2002): "Brésil: l'héritage de Fernando Henrique Cardoso", *Revue de l'OFCE*, núm. 83, (octubre).
- RIFFLARD, C.; SAND-ZANTMAN, A.; ROSINGER, J.L. (2003): "Après l'ajustement, le temps de réformes", *Lettre de l'OFCE*, núm. 242, (octubre). Paris: OFCE.

STIGLITZ, J. (2002): *La grande désillusion*. Fayard.

TEIXEIRA, J.R.; TEIXEIRA, R.M. (2004): *Problems and Hopes for Brazil in the New Millennium*. Ronéo. Universidade de Brasilia.

VÉGH, C.A. (1992): "Stopping High Inflation", *IMF Staff Papers*, vol. 39, núm. 3, pp. 626-695.

WORLD BANK (2003): *Brazil: Equitable, Competitive, Sustainable, Contribution for Debate*. Washington.

ZANTMAN, A. (1990): "Le Plan Collor dans l'œil du cyclone: de l'hyperinflation à l'hyperstagflation?", *Problèmes d'Amérique Latine*, núm. 97, 3<sup>o</sup> trim., pp. 569-112. Documentation Française.

ZANTMAN, A. (1991): *Le Tiers-Monde: les stratégies de développement à l'épreuve des faits*. 2<sup>a</sup> ed. Paris: Hatier.

ZANTMAN, A. (1993): "Un nouveau plan de stabilisation... Pour quoi faire?", *Problèmes d'Amérique Latine*, nouvelle série, núm. 9, (abril-junio), pp. 27-43. Documentation Française.